

Opinnäytetyö AMK

Liiketalous

Taloushallinto

2016

Matias Merikallio

AKTIIVISTEN JA PASSIIVISTEN SIJOITUSRAHASTOJEN TOIMINTA JA SÄÄNTELY SUOMESSA

Matias Merikallio

AKTIIVISTEN JA PASSIIVISTEN SIJOITUSRAHASTOJEN TOIMINTA JA SÄÄNTELY SUOMESSA

Tämän opinnäytetyön tavoitteena oli tutkia mahdollisen tulevan sääntelyn vaikutuksia aktiivisten ja passiivisten sijoitusrahastojen toimintaan toimeksiantajayrityksen näkökulmasta. Toimeksiantajana toimi suomalainen finanssialan toimija. Opinnäytetyössä perehdytään mahdolliseen tulevaan sääntelyyn esimerkkitapausten kautta ja analysoidaan niiden pohjalta mahdollisen sääntelyn vaikutuksia toimeksiantajayrityksen toimintaan.

Pohjoismaisten finanssialan valvojien tarkkailun kohteena ovat viime aikoina olleet aktiiviset rahastot, jotka mukailevat koostumukseltaan ja tuotoltaan passiivisia rahastoja ja vertailuindeksiään, mutta perivät silti korkeampia hallinnointipalkkioita. Finanssialan valvojat ovat ryhtyneet toimenpiteisiin tämän ongelman ratkaisemiseksi ja sääntelyn tehostamiseksi. Yhtenä toimenpiteenä on esitetty korjausvaatimus rahastolle, joka on toiminut edellä mainitulla tavalla. Kyseinen tapaus on toinen opinnäytetyössä tarkasteltavista esimerkkitapauksista.

Opinnäytetyö toteutettiin kvalitatiivisin tutkimusmenetelmin. Työn teoriaosuudessa tarkasteltiin yleisesti sijoitusrahastojen toimintaa Suomessa. Empiirinen osuus koostui dokumenttiaineiston analysoinnista ja kahdesta toimeksiantajayrityksen henkilöstölle toteutetusta teemahaastattelusta. Dokumenttiaineiston analyysissä keskityttiin kahteen esimerkkitapaukseen aktiivisten ja passiivisten rahastojen sääntelystä. Teemahaastatteluilla analysoitiin mahdollista tulevaa sääntelyä esimerkkitapausten pohjalta, sen todennäköisyyttä Suomessa ja vaikutuksia toimeksiantajayritykseen.

Opinnäytetyön johtopäätöksinä voidaan todeta, että tuleva säännöstely kohdistuisi todennäköisesti aktiivisten ja passiivisten rahastojen välisten erojen selkeyttämiseen sijoittajalle. Esimerkkitapausten pohjalta analysoituna mahdollisten toimeksiantajan rahastoihin kohdistuvien toimenpiteiden seuraukset olisivat hyvin merkittävät. Toimeksiantajalle koituisi toimenpiteistä huomattavat rahalliset ja immateriaaliset tappiot, jotka vaikuttaisivat toimeksiantajayrityksen toimintaan negatiivisesti välittömästi sekä myös pitkällä ajanjaksolla.

ASIASANAT:

Sijoittaminen, Sijoitusrahastot, Sääntely

Matias Merikallio

THE REGULATION AND OPERATION OF ACTIVE AND PASSIVE INVESTMENT FUNDS IN FINLAND

The objective of this thesis was to research both the effects of possible future regulation of active and passive investment funds and the impacts of the regulation on the employer company's operations. The employer company was a Finnish financial service provider. Thesis considered possible future regulation through example cases and analysed the effects of the regulation to the employer company's operations based on these example cases.

The Nordic financial supervisory authorities have recently focused their observation on active funds that mimic passive funds' and benchmark indexes' holdings and performance but still collect high annual governing fees. The supervisory authorities have taken actions on solving this problem and enhancing the regulation. As a corrective measure a corrective order has been issued to a fund that had been operating in a manner mentioned above. This case was analysed as one of the example cases in the thesis.

Thesis was conducted using qualitative methods. The theoretical part of the thesis focused on the operation of investment funds in Finland. The empirical part consisted of analysing documents and conducting two interviews with the employer company's personnel. The analysing of the documents focused on two example cases of regulation of active and passive funds. The information from the interviews was used to analyse the possible future regulation based on the example cases, the probability of regulation in Finland and the effects concerning the employer company.

As a conclusion of this thesis it can be stated that the possible future regulation would probably lead to clarifying the differences between active and passive funds to investors. Based on the analysis of the example cases it can be stated that the consequences of corrective measures towards employer company's funds would be significant. The employer company would suffer notable financial and immaterial damages that would affect the operation of the employer company immediately and also on a longer period of time.

KEYWORDS:

Investing, Investment Funds, Regulation

SISÄLTÖ

1 JOHDANTO	6
2 SIJOITUSRAHASTOT	8
2.1 Sijoitusrahastotyytit ja -ryhmät	8
2.2 Suomalaiset sijoitusrahastot	11
2.3 Sijoitusrahastojen perimät palkkiot	14
2.4 Sijoitusrahastojen tunnusluvut	17
2.5 Sijoitusrahastojen verotus ja toimintaan vaikuttavat lait	19
2.6 Aktiiviset sijoitusrahastot	21
2.7 Passiiviset sijoitusrahastot	23
3 RAHASTOJEN KEHITYS	25
4 SÄÄNTELY JA SEN VAIKUTUKSET RAHASTOJEN TOIMINTAAN	30
4.1 Oletettu säännöstely	30
4.2 Säännöstelyn aiheuttamat muutokset	34
4.3 Haastattelut	38
5 JOHTOPÄÄTÖKSET	49
LÄHTEET	53

LIITTEET

- Liite 1. Varainhoidon lakimiehen haastattelun kysymykset.
Liite 2. Rahastojen riskienhallinnan analyytikon haastattelun kysymykset.

KUVIOT

Kuvio 1. Kotitalouksien rahoitusvarojen jakautuminen.	13
Kuvio 2. OP-Rahastoyhtiö Oy:n ja Nordea Funds Oy:n yhdistelmärahastojen kehityksen keskiarvot vuosina 2012-2015 (Nordea 2016b; OP Ryhmä 2016b).	14
Kuvio 3. Suomalaisien sijoitusrahastojen kehitys 2011-2015 (OP Ryhmä 2016b; Nordea 2016b).	26

Kuvio 4. Eurooppalaisten sijoitusrahastojen kehitys 2011-2016 (OP Ryhmä 2016b; Nordea 2016b).	27
Kuvio 5. Active sharen ja Tracking errorin käyttö rahastojen aktiivisuuden määrittämisessä (Cremers & Petäjistö 2009, 44).	32
Kuvio 6. Rahastojen tuotot suhteessa vertailuindeksiin 2011-2014 (DNB 2016).	35
Kuvio 7. Rahasto X:n ja DNB Norge -rahastojen active share ja tracking error (DNB 2016; Finanstilsynet 2015).	36
Kuvio 8. Korjausvaatimusten vaikutus Rahasto X:n palkkioihin.	37

TAULUKOT

Taulukko 1. Kotimaisten sijoitusrahastojen kokonaispääoma (Finanssialan Keskusliitto 2015).	11
Taulukko 2. Kotitalouksien rahoitusvarat (Finanssialan Keskusliitto 2015).	12
Taulukko 3. Rahastojen palkkiot tammikuu 2016 (Suomen Sijoitustutkimus 2016).	16
Taulukko 4. DNB Norge -rahaston kehitys suhteessa vertailuindeksiin 2011-2015 (DNB 2016).	34

1 JOHDANTO

Rahastot ovat vuosi vuodelta kasvattaneet suosioitaan suomalaisten keskuudessa. Sijoitusrahastot tarjoavatkin lähes jokaiselle yksinkertaisen keinon päästä jo pienellä sijoituspääomalla nauttimaan laajasti hajautetusta sijoitussalkusta. Rahastojen suosion kasvua voidaanakin selittää niihin sijoittamisen tai säästämisen helppoudella. Rahastoihin sijoittaminen tai säästäminen eivät siis vaadi yhtä suurta tietoa tai kokemusta sijoitusmarkkinoista kuin oman sijoitussalkun hallinnointi.

Viimeisten vuosien aikana on huomattu, että sijoittaja ei välttämättä olekaan niin hyvässä asemassa kuin voisi olettaa. Sijoitusmarkkinoiden toiminnan läpinäkyvyyttä on pyritty menneinä vuosina lisäämään ja erityisesti yksityisen sijoittajan asemaa parantamaan erilaisilla säädöksillä ja direktiiveillä. Tämä on johtanut toimiin juuri sijoitusrahastojen toiminnan läpinäkyvyyden lisäämiseksi ja näin ollen sijoitusrahastojen toiminnan osittaiseen uudistumiseen.

Aktiivisten ja passiivisten sijoitusrahastojen väliset erot ovat kaventuneet viime vuosina, ja tämä on johtanut lisääntyneeseen tarkkailuun näitä rahastoja kohtaan. Ruotsissa ja Norjassa on noussut esille, että aktiiviset sijoitusrahastot, joista peritään korkeampia palkkioita, ovat usein tuotoiltaan ja sisällöiltään hyvin samankaltaisia indeksiä mukailevien passiivisten rahastojen kanssa. Norjassa paikallinen Finanssivalvonta on pyytänyt selvitystä DNB-pankin rahaston toiminnasta ja esittänyt korjausvaatimuksen. Ruotsissa aiheesta on suunnitteilla säännöksiä.

Tässä opinnäytetyössä perehdytään yleisimpiin sijoitusrahastotyyppeihin ja niiden toimintaan Suomessa ja erityisesti aktiivisesti ja passiivisesti hallinnoituihin sijoitusrahastoihin. Opinnäytetyön toimeksiantajana toimii suomalainen finanssialan toimija. Opinnäytetyön tavoitteena on tarkastella ja analysoida aktiivisia ja passiivisia sijoitusrahastoja koskevaa sääntelyä sekä sääntelyn vaikutusta rahastojen hallinnointiin, hinnoitteluun ja sijoitustoimintaan. Tarkoituksena on asiantuntijoiden näkemyksen pohjalta luoda todennukainen kuva siitä mitä tapahtuisi, jos sijoitusrahastojen sääntelyä muutettaisiin Suomessa lainsäätäjien toimesta ja erityisesti minkä kaltaisia vaikutuksia kyseisillä muutoksilla olisi toimeksiantajayrityksen toimintaan.

Opinnäytetyön empiirinen osuus toteutetaan kvalitatiivisena tutkimuksena ja tutkimusmenetelmänä käytetään teemahaastatteluja. Tarkoituksena on teemahaastatteluilla

luoda tietopohja varainhoidon lakimiesten näkemyksistä mahdollisesta sääntelystä sekä sen ilmenemismuodoista ja perehtyä riskienhallinnan analyttikon näkökulmasta tunnuslukujen tulkintaan ja vaikutuksiin rahaston toimintaan. Tämän jälkeen analysoidaan saatuja tietoja säännöstelyn muotojen mahdollisista vaikutuksista rahastojen hallinnointiin, palkkiomaksuihin ja toimintaan. Perehtymällä jo olemassa olevaan dataan rahastojen kehityksestä on mahdollista peilata asiantuntijoiden näkemyksiä tämänhetkiseen todelliseen tilanteeseen. Näin saadaan mahdollisimman kattava ja realistinen kuva kokonaisvaikutuksista sijoitusrahastojen toimintaan, koska yhdistetään eri alojen asiantuntijoiden ammattitietoutta ja näkemyksiä yhdeksi kokonaisuudeksi.

Opinnäytetyössä tarkastellaan mahdollisen sääntelyn muutoksen vaikutuksia toimeksiantajayrityksen Suomessa toimiviin sijoitusrahastoihin. Toimeksiantajayrityksen kannalta on myös oleellista tutkia kilpailijoiden tämänhetkistä tilannetta eli kuinka esimerkiksi hallinnointi ja hinnoittelu toimivat muilla toimijoilla. Tutkimuksen teoreettinen viitekehys muodostuu nykytilanteesta ja vallalla olevista toimintatavoista. Lähdeaineistona käytetään olemassa olevaa kirjallisuutta ja pyritään täydentämään näin luotua teoriapohjaa asiantuntijahaastatteluilla. Analysoimalla nämä tiedot ja vertailemalla niitä sijoitusmarkkinoiden tarjoamiin tilastotietoihin pyritään luomaan kattava käsitys siitä, miten mahdolliset sääntelyuudistukset vaikuttaisivat sijoitusrahastojen toimintaan Suomessa ja toimeksiantajayrityksessä.

2 SIOITUSRAHASTOT

Sijoitusrahastot ovat osakkeista, korkoinstrumenteista ja muista arvopapereista koostuvia salkkuja, jotka ovat niihin sijoittaneiden yksityisten henkilöiden, yritysten tai yhteisöjen omistuksessa. Sijoitusrahasto on kollektiivinen yhteisö, joka muodostuu useista sijoittajista. Näin ollen yksittäisen sijoittajan on mahdollista hyödyntää suursijoittajan kustannustehokkuutta ja asiantuntemusta rahastoyhtiön kautta ilman suurta alkupääomaa. (Puttonen & Repo 2011, 30, 53.)

Sijoitusrahastot toimivat yksinkertaisella periaatteella: sijoittajien ja säästäjien varat kerätään yhteen ja sijoitetaan arvopapereihin, jolloin muodostuu rahasto. Rahastot jaetaan rahasto-osuuksiin, jotka antavat jokaiselle omistajalle yhtäläisen oikeuden rahaston varoihin. Rahastoyhtiöt vastaavat varojen sijoittamisesta ja hallinnoinnista, mutta eivät omista rahastossa olevia arvopapereita. Arvopaperit ovat rahasto-osuuksia omistavien sijoittajien varallisuutta. (Puttonen & Repo 2011, 30, 54.)

2.1 Sijoitusrahastotyytit ja -ryhmät

Sijoitusrahastolla tulee olla säännöt, jotka Finanssivalvonta vahvistaa. Sijoitusrahastot, joiden säännöt ovat vahvistettuja, ovat sijoitusrahastodirektiivin mukaisia sijoitusrahastoja eli UCITS-rahastoja. (Finanssivalvonta 2014) Sijoitusrahaston säännöistä selviää esimerkiksi, minkä tyyppinen rahasto on kyseessä ja minkälaista sijoituspolitiikkaa rahasto harjoittaa. Sijoituspolitiikalla tarkoitetaan rahaston strategialinjauksia ja siitä saadaa selville muun muassa sijoituskohteiden maantieteellinen sijainti, vertailuindeksi, jaako rahasto tuotto-osuuksia ja sijoittaako rahasto varojaan osake- vai korkomarkkinoille. (Puttonen & Repo 2011, 31, 54-55.)

Sijoitusrahastojen rahasto-osuudet voidaan jakaa tuotonjaon perusteella kasvu- ja tuotto-osuuksiin. Yksittäinen rahasto voi tarjota joko molempia osuuksia tai vain tietyn tyyppisiä osuuksia. Saman sijoitusrahaston sisällä tuotto- ja kasvuosuuksien hinnat poikkeavat usein toisistaan. Rahastot maksavat tuotto-osuuksia omistavalle sijoittajalle tuotto-osuuden vuosittain. Rahaston maksettua tuotto-osuudet laskee rahaston yksittäisen osuuden hinta maksetun tuotto-osuuden verran. Tuotto-osuudet tarjoavat säännöllisen vuosittaisen tuoton ja ovatkin tästä syystä varsinkin yhteisöjen ja säätiöiden suosiossa. (Puttonen & Repo 2011, 32-33; Pesonen 2013, 119.)

Sijoitusrahastojen kasvuosuuksista ei makseta vuosittaisia tuottoja, vaan niiden tuotto määräytyy rahaston kehityksen mukaan. Kasvuosuuden tuotot realisoituvat kokonaisuudessaan vasta myytäessä rahasto-osuuksia. Koska rahastot eivät maksa kertyneitä tuottoja pois tuotto-osuuksien muodossa, jäävät varat rahaston käytettäväksi kasvamaan korkoa korolle. Varojen kasvaessa korkoa korolle on mahdollista, että kasvuosuuksien tuotot ovat pidemmällä aikavälillä korkeammat verrattuna tuotto-osuuksiin. (Puttonen & Repo 2011, 32-33; Pesonen 2013, 119.)

Puttonen ja Repo (2011, 33-35, 64-66) jakavat rahastot sijoituspolitiikan, tuoton ja riskin suhteen kuuteen ryhmään: lyhyen, keskipitkän ja pitkän koron rahastoihin, yhdistelmä-, osake- ja erikoisrahastoihin. Alhonsuo ym. (2012, 305) luokittelevat sijoituspolitiikan mukaan rahastojen pääryhmiksi korko-, yhdistelmä- ja osakerahastot. Korkorahastojen alaryhmiksi mainitaan lyhyen, keskipitkän ja pitkän koron rahastot. Pesonen (2013, 121) jakaa rahastot sijoituskohteen mukaan lyhyen koron rahastoihin, pitkän koron rahastoihin, yhdistelmä- ja osakerahastoihin. Vaikka ryhmittelyissä on pieniä eroja, voidaan ryhmiin jaottelun todeta olevan hyvin samankaltainen lähteestä riippumatta.

Lyhyen koron rahastoissa varat on sijoitettu rahamarkkinasijoituksiin, esimerkiksi valtion, pankkien tai yritysten liikkeelle laskemiin korkoinstrumentteihin. Tavoitteena on ylittää kolmen kuukauden euribor-korko pitkällä aikavälillä. Pitkän koron rahastojen varat ovat usein sijoitettuina joukkovelkakirjalainoihin, joiden tuotto-odotus on parempi verrattuna lyhyen koron rahastoihin. Suurempi tuotto-odotus kasvattaa riskiä, eli sijoitusten arvon vähenemisen mahdollisuus kasvaa. Keskipitkän koron rahastojen varat ovat sijoitettu sekä raha- että joukkovelkakirjamarkkinoille. (Puttonen & Repo 2011, 64-66.)

Osakerahastot sijoittavat varansa sijoitussuunnitelman mukaan joko ulkomaisille tai kotimaisille osakemarkkinoille. Osakerahastot voivat myös sijoittaa samanaikaisesti molemmille osakemarkkinoille, jos sijoitussuunnitelmassa on näin päätetty. On myös mahdollista, että osakerahastot sijoittavat vain tietyn kokoisiin yhtiöihin, esimerkiksi globaalisti toimiviin yrityksiin tai pk-yrityksiin. (Puttonen & Repo 2011, 34-35, 66-7; Alhonsuo ym. 2012, 305.)

Yhdistelmärahastot sijoittavat varansa sekä korko- että osakemarkkinoille. Rahaston salkunhoitaja vastaa eri instrumenttien keskinäisestä suhteesta salkun sisällä, eli siitä, kuinka suuri osa varoista on sijoitettuna osakemarkkinoilla ja kuinka suuri osa korkomarkkinoilla. Varoja pitää kuitenkin olla sijoitettuna molemmilla markkinoilla talouden tilanteesta riippumatta. (Puttonen & Repo 2011, 34-35, 66-70; Alhonsuo ym. 2012, 305.)

Sijoitusrahastot voidaan jakaa myös sijoitussuunnitelmassa määritellyn sijoituskohteen mukaan esimerkiksi raaka-ainerahastoksi, vaihtovelkakirjarahastoksi tai indeksirahastoksi. Indeksirahastot kokoavat salkkunsa valitun indeksin mukaan ja mukailevat indeksin muutoksia rahaston omistuksissa. (Kontkanen 2011, 126; Alhonsuo ym. 2012, 305-306.)

Sijoitusrahastotyyppinä voidaan pitää myös ETF-osuuksia. ETF-rahasto-osuuksilla käydään kauppaa pörssissä kuten osakkeilla. ETF-rahastot ovat usein indeksirahastoja, jolloin niiden kulut ovat tyypillisesti matalia sekä sijoittajalle että niitä tarjoavalle taholle. ETF-osuuksia on tarjolla hyvin erilaisten indeksien mukaan sijoitettuna. Varat voidaan sitoa esimerkiksi energiasektorin indeksin tai kehittyvien markkinoiden indeksin mukaan. (Kontkanen 2011, 126; Puttonen & Repo 2011, 166-168; Alhonsuo ym. 2012, 306.)

Suomalaiset rahastot jaettiin aikaisemmin sijoitusrahastodirektiivin mukaisiin UCITS-rahastoihin ja erikoissijoitusrahastoihin (Kontkanen 2011, 126; Alhonsuo ym. 2012, 306). Erikoissijoitusrahastot luokitellaan kuitenkin maaliskuussa 2014 voimaan tulleen lain vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista mukaan vaihtoehtoisrahastoiksi, eli Finanssivalvonta ei enää vahvista niiden sääntöjä. Vaihtoehtoisrahastojen hallinnointi edellyttää, että rahastonhoitajan tulee olla vaihtoehtorahastoista annetun lain mukainen toimilupa tai rekisteröitynyt Finanssivalvonnan ylläpitämään rekisteriin. (Finanssivalvonta 2014; Finanssivalvonta 2015.)

Erikoissijoitusrahastot sijoittavat laaja-alaisesti useisiin eri instrumentteihin, mutta niillä ei ole rajoituksia eri instrumenttien prosentuaalisesta määrästä salkussa. Tavallisissa sijoitusrahastoissa yhden arvopaperin arvo ei saa ylittää 10 prosenttia koko rahaston arvosta tai yhden liikkeellelaskijan tarjoamien arvopapereiden yhteisarvo 20 prosenttia rahaston arvosta. Käytännössä koko erikoissijoitusrahaston varat voivat siis olla sijoitettuna yhteen arvopaperiin, jolloin varojen arvon laskun riski on suurempi kuin hajauteudessa rahastossa. Erikoissijoitusrahaston sijoitusinstrumentit voivat poiketa sijoitusrahastodirektiivin mukaisista instrumenteista. (Kontkanen 2011, 126; Puttonen & Repo 2011, 33, 35; Sijoitusrahastolaki 29.1.1999/48.)

2.2 Suomalaiset sijoitusrahastot

Kotimaisten sijoitusrahastojen kokonaispääoma vuoden 2014 lopussa oli taulukon 1 mukaan 85,1 miljardia euroa. Kotitalouksien osuus sijoitusrahastoista oli 18,8 miljardia euroa. (Finanssialan keskusliitto 2015.) Tilastojen perusteella voimme todeta, että muut tahot kuin kotitaloudet omistavat suuren osan kotimaisten sijoitusrahastojen osuuksista.

Taulukko 1. Kotimaisten sijoitusrahastojen kokonaispääoma (Finanssialan Keskusliitto 2015).

Rahoitus ja sijoittaminen	31.12.2014	12 kk:n muutos
	mrd. €	%
Kotimaisten sijoitusrahastojen kokonaispääoma	85,1	13,2
osakerahastot	31,7	11,3
pitkän koron rahastot	26,4	19,2
yhdistelmärahastot	12,8	18,3
lyhyen koron rahastot	12,4	2,5
vaihtoehtoiset rahastot	1,7	10,6

Muita tahoja voivat olla esimerkiksi muut rahastoyhtiöt, työeläkevakuutusyhtiöt, julkisyhteisöt sekä muut yhteisösijoittajat.

Yhteisöjen suurta osuutta rahastojen kokonaisarvosta voidaan selittää riskin avulla. Esimerkiksi julkisyhteisöt kaipaavat varoilleen kohtuullista tuottoa mahdollisimman pienellä riskillä. Rahastoyhtiöt pyrkivät rahastoilla hajauttamaan varojaan ja kompensoimaan suorien osakesijoitusten suurempaa riskiä. Edellä mainittuihin tavoitteisiin päästään yksinkertaisimmin sijoitusrahastojen avulla, koska ne tarjoavat erilaisia riskitasoja ja tuotto-odotuksia rahastotyypeistä riippuen.

Kuten taulukosta 1 voidaan havaita, ovat osakerahastot ja pitkän koron rahastot rahallisesti mitattuina huomattavasti muita rahastoja suurempia. Osakerahastojen suosiota voidaan selittää rahastotyyppin muita rahastoja korkeammalla tuotto-odotuksella. Korkeat tuotto-odotukset tuovat kuitenkin mukanaan riskiä. Kuten Puttonen ja Repo (2011, 80) toteavat, voi parempaa tuottoa odottaa vain, jos hyväksyy sen mukanaan tuoman korkeamman riskin.

Osakerahastojen yleistä suosiota voidaankin selittää juuri pienemmällä riskitasolla verrattuna suoriin osakkeisiin. Osakerahaston avulla on mahdollista hankkia hyvin hajautettu osakesalkku jo pienellä sijoitussummalla. Varsinkin piensijoittajan on itsenäisesti hankalaa luoda yhtä laaja-alaisesti hajautettua osakesalkkua kuin mitä osakerahastot tarjoavat.

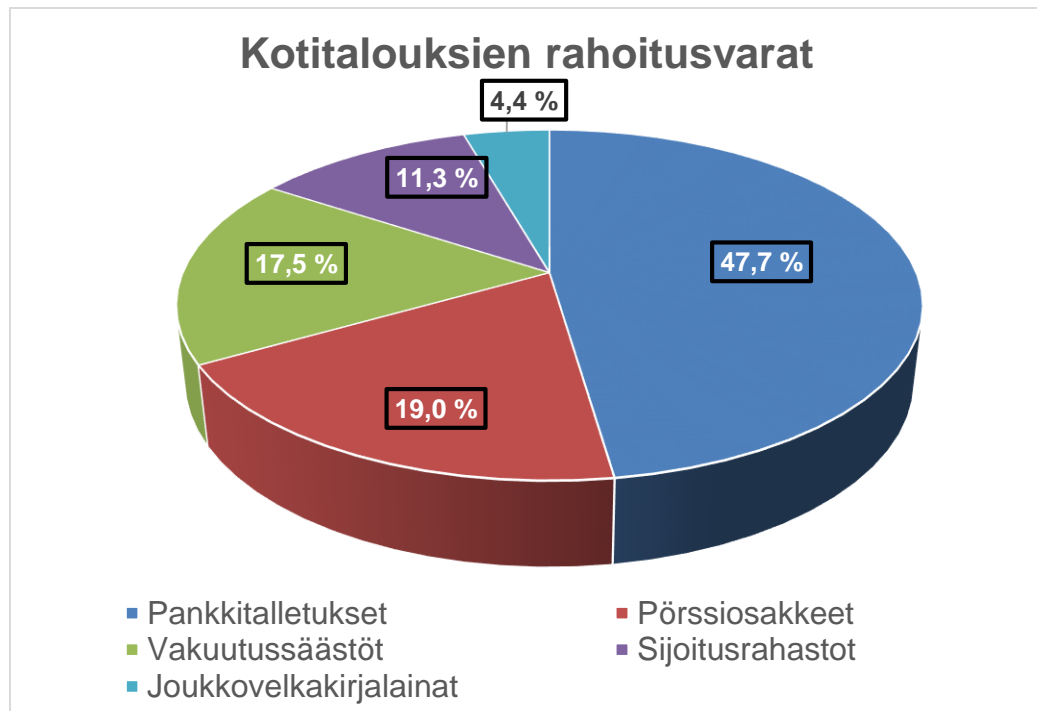
Pitkän koron rahastojen suosion selityksenä voi nähdä kohtuullisen tuoton oletettavasti matalalla riskillä. Pitkän koron rahastot sijoittavat myös usein esimerkiksi valtioiden liikkeelle laskemiin joukkovelkakirjoihin, jolloin sijoituskohdetta pidetään yleisesti luotettavana ja maksukykyisenä. Pitkän koron rahastoihin sijoitetut varat ovat myös kasvaneet viimeisen 12 kuukauden aikana prosentuaalisesti eniten, mikä on oletettavasti seurausta pörssimarkkinoiden epävarmuudesta.

Taulukko 2. Kotitalouksien rahoitusvarat (Finanssialan Keskusliitto 2015).

Rahoitus ja sijoittaminen	31.12.2014	12 kk:n muutos
	mrd. €	%
Kotitalouksen rahoitusvarat yhteensä	166,4	2,2
pankkitalletukset	79,4	-1,6
pörssiosakkeet	31,7	14,8
vakuutussäästöt ²⁾	29,2	-5,1
sijoitusrahastot	18,8	6,5
joukkovelkakirjalainat	7,4	-2,5

Taulukosta 2 ja kuviosta 1 voidaan tulkita, että suomalaisten kotitalouksien rahoitusvaroista on suurin osa, 47,7 prosenttia, pankkitalletuksia. Pankkitalletuksista maksettavat korot ovat keskimääräisesti pienempiä kuin rahastoista. Esimerkiksi Osuuspankki ja Aktia tarjoavat käyttötilille vuosittaista korkoa 0,1 prosenttia ja Nordea sekä Danske Bank 0,0 prosenttia. (Aktia 2016; Danske Bank 2016a; Nordea 2016a; OP Ryhmä 2016a.)

Säästötileille vastaava korko on useimmiten sidottu pankkien omaan Prime-korkoon, jolloin vuosikorko saattaa vaihdella korkotason mukaan. Vuoden 2016 helmikuussa korkotasojen ollessa hyvin alhaalla olivat yksinkertaisimpien säästötilien korot Osuuspankillä 0,25 prosenttia, Danske Bankilla 0,1 prosenttia ja Nordealla 0,15 prosenttia. (Danske Bank 2016a; Nordea 2016a; OP Ryhmä 2016a.)

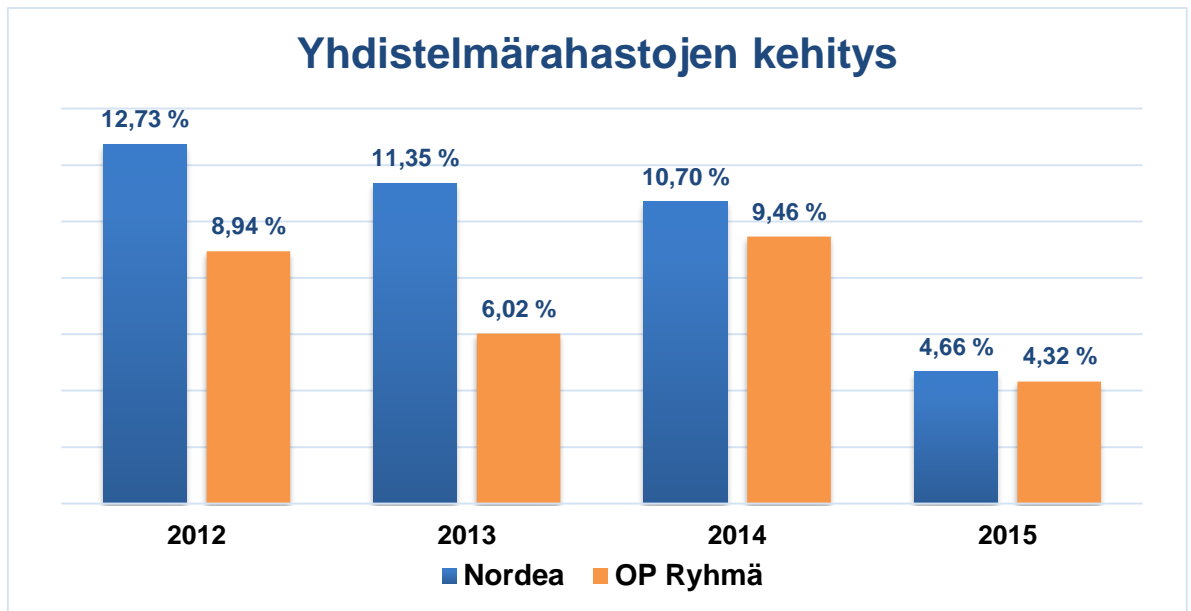


Kuvio 1. Kotitalouksien rahoitusvarojen jakautuminen.

Sijoitusrahastot tarjoavat pankkitalletuksiin nähden alhaisessakin korkoympäristössä parempaa tuottoa varoille. Vuoden 2016 helmikuussa euribor-korot, euromaiden yhteiset viitekorot, ovat olleet hyvin lähellä nollaa ja jopa negatiivisia. Kuviossa 2 esitetään Suomen kahden suurimman rahastoyhtiön Nordea Funds Oy:n ja OP-Rahastoyhtiö Oy:n kolmen yhdistelmärahaston kehitysten keskiarvo vuosina 2012-2015. (Finanssialan keskusliitto 2015.)

Molemmilta rahastoyhtiöiltä valittiin kolme mahdollisimman samankaltaista yhdistelmärahastoa vertailua varten. OP-Rahastoyhtiö Oy:ltä valittiin OP-Varovainen, OP- Maltillinen ja OP-Rohkea yhdistelmärahastot. OP-Varovaisen osakepaino normaalitilanteessa on 20 %, OP-Maltillisen 50 % ja OP-Rohkean 80 %. Rahastoilla ei ole vertailuindeksiä. (OP Ryhmä 2016b.) Nordea Funds Oy:ltä valittiin vertailuun Säästö 25, Säästö 50 ja Säästö 75 yhdistelmärahastot. Säästö 25 -rahaston osakepaino on normaalitilanteessa 25 %, Säästö 50 -rahaston 50 % ja Säästö 75 -rahaston 75 %. Rahastojen vertailuindeksi on useista indekseistä muodostettu vertailuindeksi. (Nordea 2016b.) Osakepaino kertoo suorien osakkeiden prosentuaalisen osuuden rahastosalkusta.

Rahastojen kehityksiä vertailtaessa tulee ottaa huomioon, että ilmoitetussa kehityksessä ei ole huomioitu lunastus-, merkintä- ja hallinnointipalkkioita ja niiden suuruudet saattavat vaihdella yhtiöittäin. Näin ollen prosentuaalinen kehitys ei välttämättä vastaa sijoittajan osuuden arvon prosentuaalista kasvua. Myös osakepainot poikkeavat hieman eri yhtiöiden rahastojen välillä, mutta ovat hyvin lähellä toisiaan, jolloin niiden vertailu keskenään on mahdollista.



Kuvio 2. OP-Rahastoyhtiö Oy:n ja Nordea Funds Oy:n yhdistelmärahastojen kehityksen keskiarvot vuosina 2012-2015 (Nordea 2016b; OP Ryhmä 2016b).

Kuviosta 2 voidaan päätellä, että sijoitusrahastot ovat haasteellisessa korkoympäristössä onnistuneet tuottamaan huomattavasti korkeampia tuottoja verrattuna käyttö- tai säästötilien korkoihin. Voidaan todeta, että kotitaloudet olisivat saaneet huomattavasti suurempaa tuottoa varoilleen, jos ne olisivat olleet sijoitettuina rahastoihin pankkisäästämisen sijaan. On tietysti huomioitava, että pankkisäästämisen riskit ovat rahastosijoittamista tai -säästämistä matalammat, jolloin rahan arvo ei vähene tililtä, vaikka osake- tai korkomarkkinoiden arvot laskisivat.

2.3 Sijoitusrahastojen perimät palkkiot

Sijoitusrahastoja hallinnoivat rahastoyhtiöt saavat omat tuottoonsa merkintä-, lunastus- ja hallinnointipalkkioista, joita peritään sijoittajilta. Rahastoyhtiöt eivät omista rahastoissaan olevia arvopapereita, elleivät ole erikseen omia varojaan niihin sijoittaneet. Tällöin yhtiöt eivät hyödy suoraan rahaston arvon kasvusta. Rahastoyhtiön tulot kasvavat nousevien

hallinnointipalkkioiden ja usein menestyneiden rahastojen kasvavien merkintäpalkkioiden myötä. (Puttonen & Repo 2011, 30, 80.)

Merkintäpalkkio peritään sijoittajan ostaessa rahasto-osuuksia, ja palkkio on usein sidottu sijoitettavaan summaan. Kuten taulukosta 3 voidaan lukea, ovat merkintäpalkkiot suomalaisten rahastoyhtiöiden hallinnoimissa rahastoissa usein noin yhden prosentin luokkaa. Lunastuspalkkio maksetaan sijoittajan lunastaessa rahasto-osuutensa pois rahastoyhtiöltä. Lunastuspalkkiot ovat sijoitusrahastoissa usein porrastettuja, eli mitä pidempään pidät varat sijoitettuina, sitä vähemmän maksat lunastuspalkkiota nostamistasi varoista. Lunastuspalkkio on tyypillisesti noin yksi prosentti. (Pörssisäätiö 2015a.)

Rahoitusyhtiöt perivät hallinnointi- ja säilytyspalkkiota omien kulujensa kattamiseksi ja korvaukseksi salkunhoitajan työstä. Luvut voidaan ilmoittaa myös erikseen, mutta usein ne ilmoitetaan yhtenä lukuna. Palkkiot peritään vuosittain. Aktiivisesti hallinnoiduista rahastoista peritään korkeampia palkkioita verrattuna indeksirahastoihin, jota perustellaan usein korkeamman analyysityömäärän avulla. Rahaston aktiivisuutta ei voi kuitenkaan päätellä pelkästään palkkioiden perusteella, koska esimerkiksi yhteisö- tai instituutio-sijoittajille suunnatuissa rahastoissa palkkiot ovat usein alhaisempia verrattuna henkilöasiakkaille suunnattuihin rahastoihin. (Puttonen & Repo 2011, 122; Pesonen 2013, 130-132.)

Hallinnointipalkkio vähennetään rahaston päivittäin ilmoitettavasta arvosta, jolloin palkkiota ei laskuteta erikseen sijoittajalta. Hallinnointipalkkioon kannattaakin erityisesti kiinnittää huomiota, koska se saattaa vaikuttaa huomattavasti rahasto-osuuden tuottoon. (Kallunki ym. 2011, 255-258; Pesonen 2013, 132.)

Taulukko 3 kuvaa Suomessa toimivien kolmen suurimman rahastoyhtiön OP-Rahastoyhtiö Oy:n, Nordea Funds Oy:n ja Danske Invest Rahastoyhtiö Oy:n eri sijoitusrahastojen perimiä palkkioita (Suomen Sijoitustutkimus 2016). Taulukosta voidaan päätellä, että sijoitusrahastojen palkkiot vaihtelevat hieman eri yhtiöiden välillä. Huomattavia eroja on myös indeksirahastojen ja aktiivisten rahastojen palkkioiden välillä, esimerkiksi Nordea Suomi Indeksirahaston ja Danske Invest Suomi Osake -rahaston välillä. Merkittävin ero on hallinnointi ja säilytyspalkkiossa, joka on Nordean rahastossa 1,15 prosenttia matalampi.

Taulukko 3. Rahastojen palkkiot tammikuu 2016 (Suomen Sijoitustutkimus 2016).

Rahastojen palkkiot	Merkintä-palkkio	Lunastus-palkkio	Hallinnointi- ja säilytys-palkkio	Juoksevat kulut
Osakerahastot: Suomi				
Danske Invest Suomen Parhaat K	1,00 %	1,00 %	1,50 %	1,50 %
Danske Invest Suomi Osake	1,00 %	1,00 %	1,90 %	1,90 %
Nordea Suomi	1,00 %	1,00 %	1,40 %	1,60 %
Nordea Suomi Indeksirahasto	0,00 %	0,00 %	0,75 %	0,75 %
OP-Delta	1,00 %	1,00 %	2,00 %	2,00 %
OP-Suomi Pienyhtiöt	1,00 %	1,00 %	2,00 %	2,00 %
OP-Suomi Arvo	1,00 %	1,00 %	1,60 %	1,60 %
Osakerahastot: Maailma				
Danske Invest Kompassi Osake K	1,00 %	1,00 %	0,50 %	2,11 %
Danske Invest Global Stock Picking	1,00 %	1,00 %	1,68 %	1,69 %
Nordea Maailma	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Nordea Maailma Indeksirahasto B K	1,00 %	1,00 %	0,75 %	0,75 %
OP-Maailma	1,00 %	1,00 %	1,60 %	1,89 %
OP-Ilmasto	1,00 %	1,00 %	1,80 %	1,80 %

Kuten taulukosta 3 voidaan lukea, vaihtelevat hallinnointi- ja säilytyspalkkiot huomattavasti eri rahastojen välillä. Yleisesti voidaan todeta, että indeksirahastot perivät huomattavasti matalampia palkkioita verrattuna muihin rahastoihin. Taulukkoa tulkittaessa tulee ottaa huomioon, että sen yhteydessä ei ole ilmoitettu mahdollisia tuottosidonnaisia palkkioita.

Juoksevat kulut -tunnusluku kuvaa todellisia toteutuneita kuluja. Juoksevien kulujen tulisi ilmoittaa kaikki toteutuneet kustannukset lukuun ottamatta mahdollisia kaupankäyntikuluja ja tuottosidonnaisia palkkioita. Juoksevat kulut -tunnusluku helpottaa eri rahastojen välistä vertailua, varsinkin verrattaessa kotimaisten toimijoiden rahastoja ulkomaisiin. (Pörssisäätiö 2015a.) Kuten taulukosta 3 voidaan havaita, ovat tarkasteltavissa rahastoissa juoksevat kulut lähes kaikissa rahastoissa hyvin lähellä tai täsmälleen sama kuin hallinnointi- ja säilytyspalkkiot. Tämä on hyvin tyypillistä Suomessa toimiville rahastoyhtiöille.

2.4 Sijoitusrahastojen tunnusluvut

Sijoitusrahastojen suuresta lukumäärästä johtuen on hyvin tärkeää, että niiden kehitystä voidaan arvioida objektiivisesti ja yhteismitallisesti. Puttonen ja Repo (2011, 79) puhuvat rahastojen suorituskyvystä, jolla tarkoitetaan rahaston kykyä tuottaa lisäarvoa sijoitetuille varoille. Rahastojen keskinäistä vertailua on lainsäädännön ja EU-direktiivien keinoin pyritty tekemään yksittäiselle sijoittajalle helpommaksi esimerkiksi avaintieto- ja rahastoestitteiden yhdenmukaistamisen avulla (Finanssivalvonta 2014).

Puttonen ja Repo (2011, 82) mainitsevat rahastosijoittamisen kolmeksi päädimensioksi tuoton, riskin ja ajan. Käsitteenä aika on yksiselitteinen ja helposti mitattavissa. Tuotolla tarkoitetaan sijoituksen arvon muutosta, joka ilmoitetaan usein prosentuaalisena kehityksenä. Tuottoa laskettaessa tulee myös muistaa ottaa huomioon rahaston mahdollisesti maksamat tuotto-osuudet.

Rahastoyhtiön perimät hallinnointi- ja säilytyspalkkiot tulee huomioida rahaston tuotossa. Nämä palkkiot vähennetään suoraan rahaston arvosta, eli niitä ei tarvitse erikseen vähentää rahaston arvonmuutoksista. Sijoituksen reaalityttö tarkoittaa sijoituksen reaalityttöä eli tuottoa yli inflaation. Jos tuotoista ei ole vähennetty inflaation vaikutusta, puhutaan nimellistuoitoista. Rahastojen tuotot ilmoitetaan nimellistuoitoina. (Puttonen & Repo 2011, 82-83.)

Riskin mittaaminen ja sen vaikutuksen laskeminen on huomattavasti tuoton ja ajan määrittämistä haastavampi tehtävä. Riskin kuvaamiseksi voidaan käyttää erilaisia todellisuusjakaumia, joiden avulla arvioidaan erilaisten tapahtumien, esimerkiksi kurssinousujen tai -laskujen, todennäköisyyttä. Riskin tunnuslukuna käytetään usein volatilitteettiä eli tuottojen keskihajontaa. Mitä suurempi volatilitteetti sijoituskohteella on, sitä riskialttiimpana sijoituksen sitä voidaan pitää. (Puttonen & Repo 2011, 85.)

Varianssilla mitataan arvojen keskimääräistä jakaumaa odotusarvonsa ympärillä. Varianssi kasvaa mitä useammin arvot poikkeavat suuresti keskiarvostaan, jolloin oletetaan myös riskin kasvavan. Volatilitteetti on varianssin neliöjuuri. Varianssilla ja volatilitteetillä mitataan sijoitettujen varojen tuoton heilahtelua. Volatilitteetti lasketaan usein päivätuottojen keskihajonnasta ja ilmoitetaan prosentteina. Rahastojen vuoden volatilitteetin löytää esimerkiksi Suomen Sijoitustutkimuksen julkaisemista kuukausittaisista rahastoraportteista tai rahastojen vuosi- tai osavuositarkastuksista. (Suomen Sijoitustutkimus 2016; Puttonen & Repo 2011, 86.)

Volatiliteetti lasketaan virallisiin julkaisuihin historiallisesta kehityksestä, koska tulevaisuuden tapahtumia ei voida varmasti ennakoida. Tätä saatua arvoa käytetään kuitenkin arviona tulevaisuuden kehityksestä. Tulevaisuutta ennakoimessa tulee ottaa huomioon rahaston tuotto-odotus eli kuinka paljon rahaston oletetaan tuottavan vuosittain. Olettaen, että keskihajonta noudattaa normaalijakaumaa, pysyy rahaston kehitys kahtena vuotena kolmesta volatiliteetin määrittelemissä rajoissa. Esimerkiksi jos rahaston tuotto-odotus on 10 prosenttia ja volatiliteetti 15 prosenttia, voidaan olettaa tuoton olevan ± 15 prosenttia rahaston tuotto-odotuksesta eli -5 prosentin ja 25 prosentin välillä kahtena vuonna kolmesta. (Suomen Sijoitustutkimus 2016; Puttonen & Repo 2011, 88.)

Tulevaisuuden volatiliteettiä on mahdollista laskea arvioiden eri tulevaisuuden skenaarioiden todennäköisyyttä ja niiden vaikutusta rahastojen kehitykseen. Koska tulevaisuutta on mahdoton varmasti ennustaa, käytetään kaavojen lukujen perusteena usein historiallista kehitystä kuvaavia lukuja ja niiden pohjalta arvioituja todennäköisyyksiä. (Knüpfer & Puttonen 2014, 136-137.)

Tulevaisuuden tunnuslukujen laskeminen on aina kuitenkin vain arviointia tulevista tapahtumista, niiden todennäköisyyksistä ja vaikutuksista rahastojen kehitykseen. Näin ollen rahastoyhtiöt voivat tarjota vain mahdollisimman ajantasaista tietoa tämänhetkisistä tunnusluvuista ja sijoituspolitiikoistaan. (Puttonen & Repo 2011, 96.)

Rahaston aktiivinen riski eli tracking error on tunnusluku, jolla mitataan rahaston tuottoa verrattuna vertailuindeksin tuottoon. Tracking error ilmoitetaan usein prosentteina vuodessa. Mitä korkeampi aktiivinen riski on, sitä enemmän rahaston tuotto on vaihdellut suhteessa vertailuindeksin tuottoon. Matala aktiivinen riski tarkoittaa, että rahaston tuotto on seurannut vertailuindeksin tuottoa. (Puttonen & Repo 2011, 102.)

Tracking error mittaa aktiivisen tuoton vakiopoikkeamaa eli sen hajontaa keskiarvostaan. Aktiivinen tuotto tarkoittaa rahaston ja vertailuindeksin tuottoeroa. Tracking error suositellaan laskettavaksi päivän tuottojen hajonnasta eli rahastosalkun ja vertailuindeksin tuottojen erotuksesta. Esimerkiksi jos rahaston tracking error on 6 prosenttia, on rahaston tuotto poikennut ± 6 prosenttia vertailuindeksin tuotosta vertailuajankohdan aikana. (Puttonen & Repo 2011, 102-103.)

Tracking errorin tavoiteltavaan arvoon ei ole yksiselitteistä ratkaisua. Aktiivisesti hallinnoiduilla rahastoilla tracking error on usein korkeampi kuin passiivisesti hallinnoiduilla indeksirahastoilla, koska aktiiviset rahastot pyrkivät voittamaan indeksin poikkeamalla

siitä sijoitusratkaisullaan. Aktiivista riskiä ottamalla mahdollistetaan indeksin tuottoa parempi kehitys, mutta se myös mahdollistaa vertailuindeksiä matalammat tuotot. Näin ollen ei voida ilmaista yksiselitteistä tavoiteltavaa arvoa tracking errorille. (Puttonen & Repo 2011, 103-104.)

Korkea riski rinnastetaan usein korkeisiin tuottoihin. Volatiliteetilla voidaan mitata sijoituksen riskiä, mutta ei sen suhdetta tuottoihin. Riskikorjattua tuottoa mitataan Sharpen luvulla. Sharpen luku mittaa salkun keskimääräistä ylituottoa suhteessa kokonaisriskiin. Riskikorjattu tuotto lasketaan vähentämällä rahaston tuotosta riskittömän sijoituksen tuotto ja jakamalla saatu erotus rahaston volatiliteetilla. Käytännössä Sharpen luku kertoo kuinka paljon lisää tuottoa yhtä volatiliteettiprosenttia kohti rahasto on tuottanut riskittömään sijoitukseen verrattuna. (Puttonen & Repo 2011, 105.)

Pelkästään esitteitä ja tunnuslukuja seuraamalla ei kuitenkaan voi tehdä johtopäätöstä siitä, että rahaston kehitys jatkuu tulevaisuudessa samankaltaisena. Esimerkiksi salkunhoidossa otetun riskin määrän muutos tai rahaston salkunhoitajan vaihtuminen saattaa vaikuttaa rahaston kehitykseen. (Puttonen & Repo 2011, 79-80) Volatiliteetti voi olla matalimmillaan juuri ennen romahdusta, koska historiallista kehitystä seuraamalla ei voida ennakoita tulevia tapahtumia. (Finanssivalvonta 2011.)

2.5 Sijoitusrahastojen verotus ja toimintaan vaikuttavat lait

Sijoitusrahastojen tuotot käsitellään yksityishenkilön verotuksessa pääomaveron alaisina tuloina. Sijoitusrahastojen verotus vaihtelee riippuen siitä, ovatko sijoittajan rahastosuudet kasvu- vai tuotto-osuuksia. Rahaston maksamat tuotto-osuudet verotetaan pääomatuloveroprosentin mukaan eli vuonna 2016 niistä peritään 30 prosenttia 30 000 euroon asti ja sen ylittävästä osuudesta 34 prosenttia. Rahastoyhtiö ilmoittaa maksetut tuotto-osuudet suoraan verottajalle. (Verohallinto 2016; Pörssisäätiö 2015b, 8; Kallunki ym. 2011, 48-49; Puttonen & Repo 2011, 75-76.)

Sijoitusrahastojen kasvuosuuksia verotetaan vain niistä saaduista luovutusvoitoista. Myös tuotto-osuuksien myynnistä syntyy verotettavaa tuloa. Luovutusvoitto tai -tappio lasketaan vähentämällä myyntihinnasta joko hankintameno-olettama tai ostohinnan ja ostosta sekä myynnistä aiheutuneiden kulujen summa. Vähintään 10 vuotta omistetun osuuden hankintameno-olettama on 40 prosenttia luovutushinnasta ja alle 10 vuotta

omistetun 20 prosenttia luovutushinnasta. (Pörssisäätiö 2015b, 23-24; Kallunki ym. 2011, 50.)

Sijoitusrahaston osuuksia myytäessä on myös mahdollista, että hankintahinta ja hankinnasta aiheutuneet kulut ovat suuremmat kuin myyntihinta, jolloin syntyy luovutustappiota. Vuonna 2016 syntyneet luovutustappiot saa vähentää pääomaveron alaisesta tulosta. Jos myyjällä ei ole muita pääomaveron alaisia tuloja, ovat tappiot vähennyskelpoisia seuraavan viiden vuoden ajan. Myyntivoitto on kuitenkin verotonta, jos vuoden aikana kertynyt myynti on yhteensä alle 1000 euroa. Jos alle 1000 euron myyntituloista syntyy luovutustappiota, ei se ole verotuksessa vähennettävää. (Verohallinto 2016.)

Sijoitusrahastoja hallinnoivia rahastoyhtiöitä koskevat merkittävimmät lait ovat Sijoitusrahastolaki ja Laki vaihtoehtorahastojen hoitajista. Merkittävimpiä rahastoyhtiöiden toimintaan vaikuttavista lakipykälistä ovat vakavaraisuuteen, rahastojen pääoman ja omistajien määrään, tilinpäätökseen ja hallintoon liittyvät määräykset. Rahastoyhtiöllä tulee olla osakepääomaa vähintään 125 000 euroa, ja sen tulee olla kokonaan merkitty rahastoyhtiön toimilupaa myönnettäessä. Lisäksi omia varoja tulee olla 0,02 sadasosaa määrästä, jolla hallinnoitava sijoitusrahastojen yhteisarvo ylittää 250 miljoonaa euroa. Toimiluvan myöntää Finanssivalvonta. (Sijoitusrahastolaki 29.1.1999/48; Puttonen & Repo 2011, 60.)

Sijoitusrahastolain 27 §:n mukaan sijoitusrahaston pääoman tulee olla vähintään kaksi miljoonaa euroa, ja sillä on oltava vähintään 50 osuudenomistajaa. Sijoitusrahaston toiminnan alkamisesta on kuusi kuukautta aikaa saavuttaa nämä tavoitteet. Finanssivalvonta voi myöntää poikkeusluvan pidentää aikaa, jolloin vaatimukset tulee täyttää. (Sijoitusrahastolaki 29.1.1999/48.)

Rahastoyhtiön tulee laatia tilikaudelta tilinpäätös omasta toiminnastaan ja erikseen jokaisen sijoitusrahaston toiminnasta. Tilinpäätökseen on liitettävä vuosikertomus. Rahasto-osuuden arvon laskennan oikeellisuus tulee tarkistaa kuudesti vuodessa ja tarkistuksen suorittaa tilintarkastaja. (Sijoitusrahastolaki 29.1.1999/48.)

Koska sijoitusrahastot omistavat yritysten osakkeita, on niillä myös äänioikeus yrityksen yhtiökokouksissa. Sijoitusrahastolain mukaan rahastoyhtiön hallituksen tulee hyväksyä tavoitteet ja toimintatavat näiden äänioikeuksien käytöstä. Nämä tavoitteet tulee löytyä rahastoesitteestä ja puolivuotiskatsauksesta. Vuosikertomuksesta tulee käydä ilmi, kuinka äänioikeutta on käytetty yrityksissä. (Sijoitusrahastolaki 29.1.1999/48.)

Rahastoyhtiön tai sen puolesta toimivan oikeus- tai luonnollisen henkilön on veloituksetta toimitettava avaintietoesite sijoittajalle ennen rahasto-osuuksien merkitsemistä. Avaintietoesitteen tulee sisältää sijoitusrahaston tunnistetiedot, lyhyen kuvauksen sijoitustavoitteista ja -politiikasta, aikaisemman tuottokehityksen ja tarvittaessa odotettavissa olevan tuottokehityksen esittely, kulut ja muut liitännäiset maksut sekä sijoituksen riski-hyötyprofiili sekä asianmukaiset ohjeet ja varoitukset kyseiseen sijoitusrahastoon sijoittamiseen liittyvistä riskeistä. (Sijoitusrahastolaki 29.1.1999/48.)

2.6 Aktiiviset sijoitusrahastot

Aktiivisilla sijoitusrahastoilla tarkoitetaan yleisesti rahastoja, jotka eroavat sisällöltään vertailuindeksistään, ja pyrkivät näin saavuttamaan indeksiä korkeamman tuoton. Puttonen ja Repo (2011, 122) toteavat, että aktiivisuus ei kuitenkaan ole rahastojen näkökulmasta yksiselitteinen termi. Aktiivisuudella voidaan tarkoittaa joko jatkuvaa aktiivista kaupankäyntiä arvopapereilla tai valitsemalla arvopaperit vertailuindeksistä poikkeavalla tavalla. Vaikka arvopaperikauppaa ei käytäisi jatkuvasti, voidaan indeksistä poikkeavaa rahastoa kutsua aktiiviseksi rahastoksi.

Aktiivisen rahaston tulee huolella valita vertailuindeksi, joka kuvastaa parhaiten sen määritettyä sijoitustoimintaa. Esimerkiksi pääasiassa suomalaisiin yhtiöihin sijoittavan rahaston vertailuindeksinä ei voi käyttää Euroopan suurimpien yhtiöiden menestystä kuvaavaa indeksiä. Vertailuindeksin tulisi myös olla tuottoindeksi, jolloin osingot lasketaan mukaan indeksin kehitykseen. (Pesonen 2013, 150.)

Cremers ja Petäjäistö (2009, 1) mainitsevat kaksi yleisintä tapaa, joilla sijoitusrahastot poikkeavat vertailuindeksistä: osakkeiden valinnalla tai tietyn tekijän oikea-aikaisella ajoituksella. Osakkeiden valinnalla tarkoitetaan salkunhoitajan valitsevan osakkeita, joiden oletetaan pärjäävän muita osakkeita ja indeksiä paremmin. Ajoitukseen perustuvilla tekijöillä voidaan tarkoittaa esimerkiksi yhteen toimialaan tai sektoriin sijoittamista sekä käytännössä mitä tahansa systemaattista indeksistä poikkeavaa riskiä.

Ajoitukseen perustuvalla hajautuksella voidaan saavuttaa arvonnousua, koska indeksien päivitysvälit saattavat olla hyvin pitkiä. Esimerkiksi Helsingin Pörssin OMX Helsinki 25 - osakeindeksi päivitetään kuuden kuukauden välein (NASDAQ 2016). Usein mainitaan rahastosijoittamisen olevan pitkäjänteistä toimintaa lyhyellä aikavälillä nopeiden tuottojen tavoittelun sijaan. Osakemarkkinoilla kuudessa kuukaudessa voi kuitenkin tapahtua

suuria muutoksia, jolloin aktiivisesti hallinnoidut rahastot voivat oikein ajoitetulla kaupan-
käynnillä saavuttaa indeksiä korkeampia tuottoja.

Aktiivisessa salkunhoidossa riski on kuitenkin suurempi verrattuna indeksiä mukaileviin
rahastoihin. Jos kaikki aktiiviset rahastot voittaisivat indeksin, ei indeksin mukaan sijoit-
tamista pidettäisi rationaalisena vaihtoehtona. Kuten Puttonen ja Repo (2011, 111) to-
teavat, aina yhden rahastonhoitajan voittaessa vertailuindeksiin on olemassa toinen ra-
hastonhoitaja, joka häviää indeksille. Näin ollen voidaan todeta hyvän salkun- tai rahas-
tonhoitajan olevan välttämätön aktiivisen rahaston toiminnan kannalta, jos rahaston ta-
voitteena on saavuttaa vertailuindeksiä korkeampi tuotto.

Cremers ja Petäjistö (2009, 2) kehittivät tutkimuksessaan uuden tunnusluvun aktiivisen
salkunhoidon mittaamiseen. Tämä active share -luku kertoo yksinkertaistettuna sen,
kuinka suuri prosentuaalinen osa rahastosalkusta eroaa vertailuindeksiin mukaisesta sal-
kusta. Cremers ja Petäjistö toteavat tunnusluvun olevan hyödyllinen kahdesta syystä: se
tarjoaa tietoa rahaston mahdollisuudesta tuottaa indeksiä paremmin, ja sitä voidaan hyö-
dyntää yhdessä tracking errorin kanssa antamaan kokonaisvaltaisempi kuva salkunhoi-
dosta.

Active share ilmoittaa rahaston mahdollisuudet tuottaa vertailuindeksiään paremmin,
koska se ilmoittaa rahaston poikkeavan osan prosenteissa vertailuindeksiin nähden. Tie-
tyn osuuden rahastosalkusta tulee poiketa indeksistä, jotta rahaston on mahdollista tuot-
taa parempaa tulosta verrattuna indeksiin. Käyttämällä active sharea yhdessä tracking
errorin kanssa on mahdollista selvittää, poikkeako rahastosalkku indeksistä osakkeiden
valinnalla vai systemaattisen riskin oikea-aikaisella ajoittamisella. Esimerkiksi rahastolla,
joka poikkeaa indeksistä osakkeiden valinnan avulla, on usein korkea active share, mutta
matala tracking error. (Cremers & Petäjistö 2009, 2.)

Aktiivisesti hallinnoitujen rahastojen perimät hallinnointipalkkiot ovat yleisesti passiivis-
ten indeksirahastojen palkkioita korkeampia. Tämä ero on nähtävissä taulukossa 3. Esi-
merkiksi Nordea Suomi Indeksirahaston hallinnointipalkkio on 0,75 prosenttia vuodessa
ja aktiivisesti hallinnoidun Nordea Suomi -osakerahaston hallinnointipalkkio 1,40 pro-
senttia vuodessa. Aktiivisten rahastojen korkeampaa palkkioita perustellaan usein kor-
keammalla analyysityömäärällä, jonka tavoitteena on korkeampi tuotto verrattuna vertai-
luindeksiin (Puttonen & Repo 2011, 122).

2.7 Passiiviset sijoitusrahastot

Passiivisilla sijoitusrahastoilla tarkoitetaan rahastoja, jotka sijoittavat varat tietyn indeksin mukaisesti. Passiivisia sijoitusrahastoja kutsutaan myös yleisemmin indeksirahastoiksi. Indeksirahasto ostaa osakkeita samassa suhteessa kuin vertailuindeksissä. Indeksien osakkeet ja osakepainot tarkistetaan muutaman kerran vuodessa indeksistä riippuen. Indeksien muutosten jälkeen rahastoja korjataan vastaamaan indeksin koostumusta. (Pesonen 2013, 148; Pörssisäätiö 2015a.)

Indeksit ovat pörssien osakemarkkinoita kuvaamaan luotuja mittareita, joiden avulla voidaan seurata markkinoiden kehitystä. Osa indekseistä seuraa tietyn pörssin arvopaperimarkkinoiden keskimääräistä liikettä, ja osa on hajautettuja osakevalikoimia, joiden sisältö on valittu esimerkiksi koon tai toimialan mukaan. (Anderson 2001, 143.) Indeksit voivat siis mitata erilaisia kohteita niiden sisällön perusteella, esimerkiksi tiettyä toimialaa tai raaka-ainemarkkinoita.

Indeksisijoittamisesta ja -rahastoista puhuttaessa keskeisimpiä indeksejä ovat osakeindeksit. Maailmanlaajuisesti tunnetuimpia osakeindeksejä ovat Yhdysvaltojen osakemarkkinoiden kehitystä kuvaavat S&P500, NASDAQ ja Dow Jones-indeksit sekä Japanin Nikkei-indeksit. Osakeindeksin arvo voidaan laskea mukana olevien osakkeiden aritmeettisena tai painotettuna keskiarvona. Osakeindeksin arvo voidaan määrittää myös markkina-arvopainotetusti tai se voi olla rajoitettu indeksi. Markkina-arvopainotetussa indeksissä kukin osake painotetaan yhtiön markkina-arvolla. Rajoitetussa indeksissä osakkeilla on maksimipainokerroin, esimerkiksi 10 prosenttia. (Kallunki ym. 2011, 107.)

Helsingin Pörssi laskee useita erilaisia indeksejä, joiden avulla seurataan esimerkiksi koko pörssin kehitystä, vaihdetuimpien osakkeiden kehitystä tai eri toimialojen kurssikehitystä (Kallunki ym 2011, 107). Helsingin pörssin yleisindeksi OMX Helsinki mittaa pörssissä noteerattujen osakkeiden yleiskehitystä, kun esimerkiksi OMX Helsinki 25 -indeksi mittaa 25 valitun osakkeen kehitystä (NASDAQ 2016).

Passiivisen sijoitusrahaston hallinnointikustannukset ovat usein matalampia kuin aktiivisten rahastojen. Tämä perustuu salkunhoitajan passiivisuuteen kaupankäynnin suhteen ja analyysityömäärän vähenemiseen, koska indeksi määrittää suoraan osakkeet, joihin sijoitetaan. Tämä laskee myös rahastonhoitajan merkitystä rahaston kehityksen osalta. (Puttonen & Repo 2011, 130.) Näin ollen passiivisen rahaston tuotot eivät voi nousta indeksin tuottoja suuremmiksi, vaan reaalitytuotot ovat usein hallinnointipalkkioiden

vähentämisen jälkeen indeksin tuottoja matalammat (Puttonen & Repo 2011, 115; Pesonen 2013, 148).

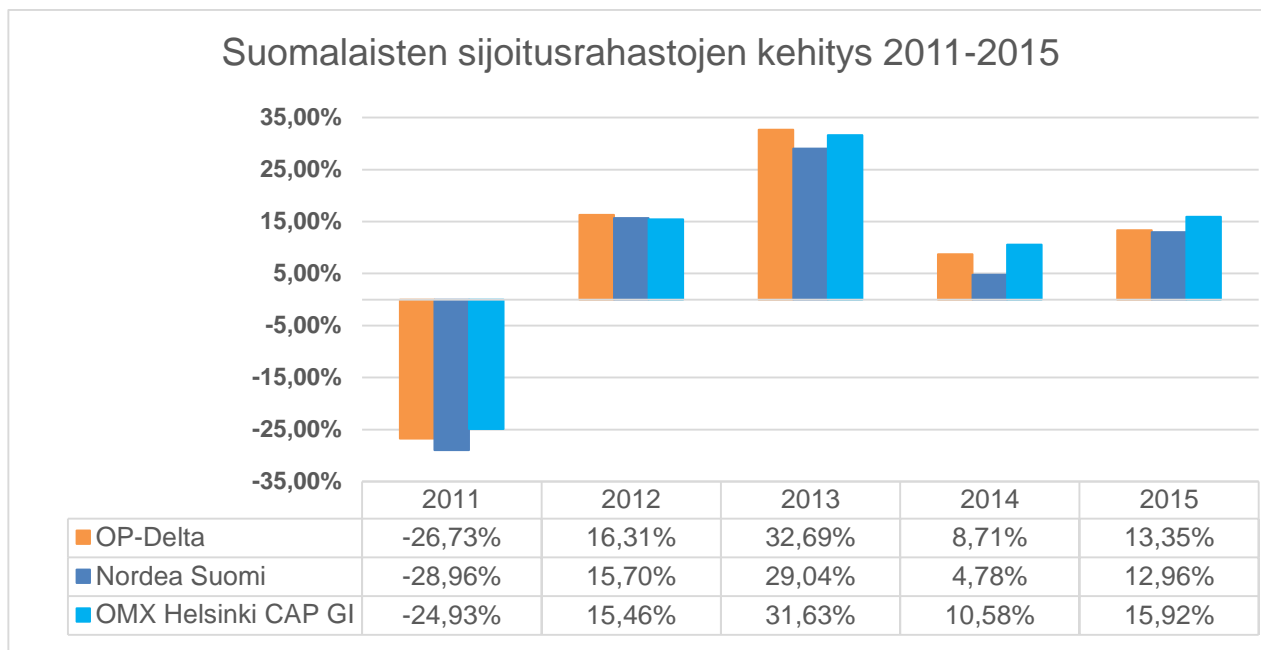
3 RAHASTOJEN KEHITYS

Kuten Puttonen ja Repo (2011, 115) toteavat, on yleinen uskomus, että aktiivisesti hoidetut sijoitusrahastot häviävät tuotoissa indeksirahastoille. Useat tutkimustulokset tukevat tätä väitettä. Esimerkiksi IndexHelsingin teettämän tutkimuksen (2015) mukaan 87,9 prosenttia suomalaisista rahastoista hävisi vertailuindeksilleen viiden vuoden aikajaksolla. Morningstarin Helsingin Sanomille (2015) teettämä tutkimus ilmoittaa, että 88,2 prosenttia suomalaisista rahastoista tuotti vertailuindeksiään heikomman tuoton viimeisen viiden vuoden ajalta. Tutkimusten välinen 0,3 prosenttiyksikön välinen ero voidaan selittää tutkimusten ajankohdilla ja vertailuun valittujen rahastojenrahastojen valintakriteereillä. Morningstarin tutkimus on toteutettu 31.12.2014 luvuilla, kun IndexHelsinki on käyttänyt vuoden 2015 lopun tilastoja.

Tutkimustulosten perusteella voidaan todeta, että suuri osa suomalaisista aktiivisesti hallinnoiduista sijoitusrahastoista ei voita vertailuindeksiään. Verrattaessa tuottoja indeksiin tulee muistaa, että indeksit ovat vain markkinoiden seuraamiseksi kehitettyjä mittareita, eivätkä näin ollen sisällä kehityksessään mitään palkkioita. Indeksirahastot häviävät pääsääntöisesti aina vertailuindeksilleen palkkioista johtuen ja aktiiviset rahastot saattavat tuottaa indeksiä paremmin ennen palkkioita. Näin ollen kattavampi kuva siitä, kumpi vaihtoehto tuottaa paremmin, saadaan vertailemalla indeksirahastoja ja aktiivisesti hallinnoituja rahastoja sekä niiden tuottoja keskenään.

Kuviossa 3 vertaillaan kahta pääosin Suomen osakemarkkinoille sijoittavan rahaston ja niiden vertailuindeksin kehitystä. Rahastojen kehityksessä on huomioitu hallinnointipalkkiot, mutta ei mahdollisia merkintä- tai lunastuspalkkioita, eikä tuottosidonnaisia palkkioita. OP-Delta -rahasto sijoittaa varoistaan 75-100 prosenttia osakemarkkinoille ja Nordea Suomi -rahasto 90-100 prosenttia. Nordea Suomi -sijoitusrahasto voi sijoittaa varoistaan myös 20 prosenttia muiden pohjoismaiden pörssiin, jolloin ne eivät kuulu vertailuindeksiin. Molemmat rahastot ovat aktiivisia sijoitusrahastoja. Rahastojen toimintamallit ovat hyvin samankaltaisia, joten kehityksen vertailu niiden välillä on mahdollista.

Rahastojen vertailuindeksinä on käytetty OMX Helsinki CAP -tuottoindeksiä. CAP-merkintä indeksissä tarkoittaa, että yhden yrityksen arvo ei saa ylittää 10 prosenttia salkun kokonaisarvosta. Suomeen sijoittavia indeksirahastoja on hyvin vähän, johtuen Suomen osakemarkkinoiden pienestä volyymista. OMX Helsinki CAP -tuottoindeksiä seuraavaa suomalaista indeksirahastoa ei ole, joten suora kehityksen vertailu ei ole mahdollista.

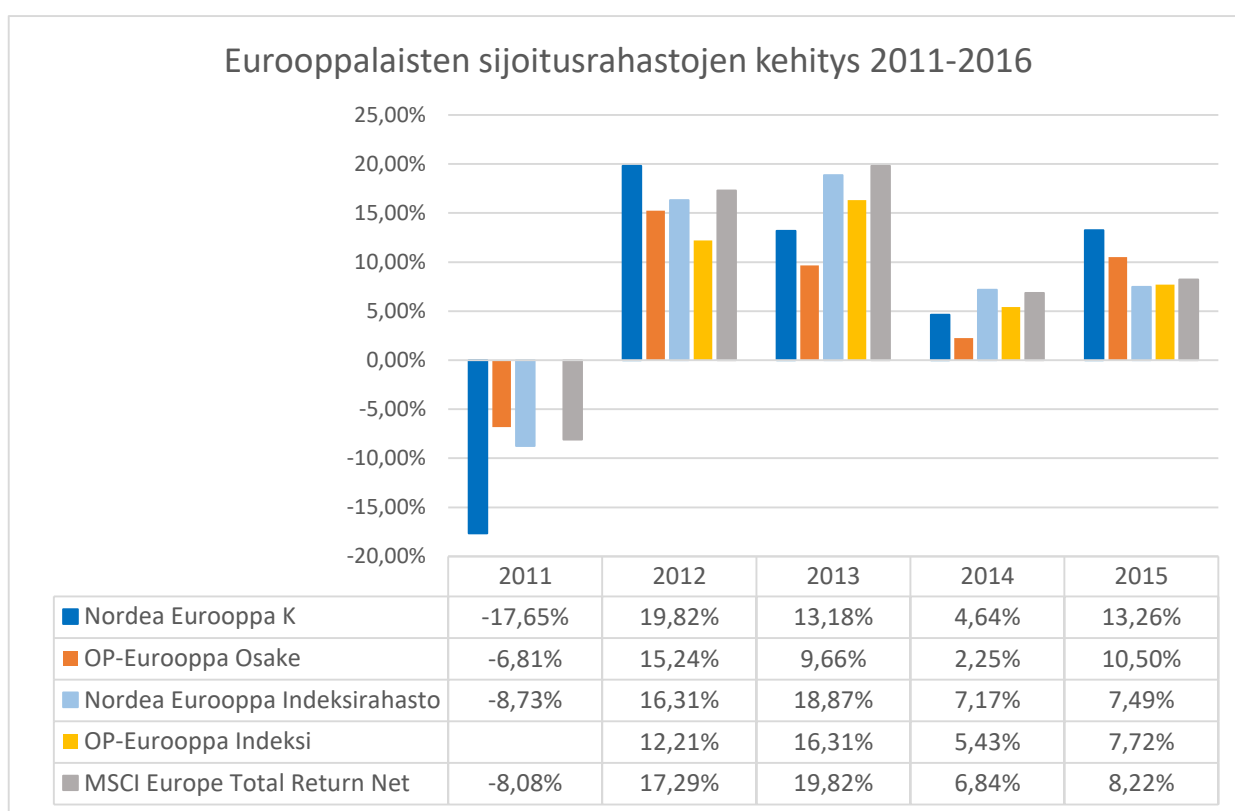


Kuvio 3. Suomalaisten sijoitusrahastojen kehitys 2011-2015 (OP Ryhmä 2016b; Nordea 2016b).

Kuviosta 3 voidaan tulkita, että rahastojen tuotot ovat vuositasolla pitkälti mukailleet vertailuindeksinsä kehitystä tarkasteltavana ajanjaksona. Vuositasolla suurin ero in syntynyt vuonna 2014, jolloin vertailuindeksin ja Nordea Suomi -rahaston välinen ero oli 5,80 prosenttia. Olettaen, että olisi olemassa indeksirahasto, joka seuraisi OMX Helsinki CAP -indeksiä, olisi kehitysten ero noin viisi prosenttia. Keskimäärin rahastojen tuotto prosentit ovat poikenneet indeksistä 2,16 prosenttiyksikköä vuosittain, ja rahastot ovat keskimäärin tuottaneet -1,94 prosenttia vuosittain verrattuna indeksiin. Olettaen, että indeksirahaston vuosittaiset palkkiot olisivat 0,8 prosenttia, tuottaisivat aktiiviset rahastot silti keskimäärin -1,14 prosenttia indeksirahastoon verrattuna.

Koko tarkasteluajanjaksona OMX Helsinki CAP -indeksi on kasvanut 46,25 prosenttia, OP-Delta -rahasto on 39,34 prosenttia ja Nordea Suomi -rahasto 25,53 prosenttia. Näin ollen voidaan todeta, että tarkastellut Suomen osakemarkkinoille pääosin sijoittavat aktiiviset sijoitusrahastot eivät ole pärjänneet vertailuindeksilleen. Esimerkiksi 10 000 euron sijoituspääoma olisi indeksin kehityksen mukaan kasvanut 14 624,73 euron suuruiseksi ja 0,8 prosentin hallinnointipalkkion omaavaan indeksirahastoon sijoitettuna olisi summa kasvanut 14 080,13 euroon. OP-Delta -rahastoon sijoitetut varat olisivat nousseet 13 933,89 euroon ja Nordea Suomi -rahastoon sijoitetut varat 12 553,47 euroon. Luvut ovat vain havainnollistavia esimerkkejä kehityksestä, eivätkä sisällä mahdollisia merkintä-, lunastus- tai tuottosidonnaisia palkkioita.

Tarkasteltujen kahden pääosin Suomen osakemarkkinoille sijoittavien aktiivisten rahastojen tuotot eivät ole pärjänneet vertailuindeksille tai esimerkkinä käytetylle kuvitteelliselle indeksirahastolle. Tuottojen välinen ero ei ole erityisen merkittävä kuvitteellisen indeksirahaston ja OP-Delta -rahaston välillä, joiden välinen ero oli 146,24 euroa. Kuitenkin Nordea Suomi -rahaston ja kuvitteellisen indeksirahaston välinen ero, 1 526,66 euroa, on jo huomattava. Tarkastelusta voidaan kuitenkin todeta, että aktiiviset rahastot eivät kyenneet aktiivisella sijoituspolitiikallaan saavuttamaan vertailuindeksiään korkeampia tuottoja. Aktiivisten rahastojen tuottojen välillä on huomattavaa eroa, jolloin voidaan myös todeta aktiivisen rahastonhoidon tuottojen vaihtelevan merkittävästi.



Kuvio 4. Eurooppalaisten sijoitusrahastojen kehitys 2011-2016 (OP Ryhmä 2016b; Nordea 2016b).

Kuviossa 4 vertaillaan pääosin Eurooppaan sijoittavien kahden aktiivisen ja kahden indeksirahaston kehitystä. Indeksirahastoista vertailtavina ovat Nordea Eurooppa Indeksirahasto ja OP-Eurooppa Indeks -rahasto. Kaikki rahastot käyttävät vertailuindeksinään MSCI Europe Total Return Net -indeksiä. Vertailtavat aktiiviset sijoitusrahastot ovat Nordea Eurooppa K ja OP-Eurooppa Osake -rahastot. OP-Eurooppa Indeks -rahasto sijoittaa varansa mahdollisimman tarkasti vertailuindeksinsä mukaisesti, pientä käteiskassaa

lukuun ottamatta. Nordea Eurooppa Indeksirahaston tavoitteena on mukailla vertailuindeksin tuottoa. Sisällöltään rahasto koostuu pääosin vertailuindeksin mukaisista arvopapereista, mutta ei täysin mukaile vertailuindeksiään, vaan jäljittelee sitä valitsemalla mahdollisimman optimaalisen otannan indeksin arvopapereista. Näin ollen molempien indeksirahastojen kehitys voi poiketa vertailuindeksistä palkkioita suuremman määrän.

OP-Eurooppa Osake -rahasto sijoittaa varansa pääasiassa Länsi-Euroopan alueelle suorina osakesijoituksina. Rahasto koostuu tyypillisesti noin 70-100 yrityksestä ja mahdollisista johdannaisinstrumenteista. Nordea Eurooppa K -rahasto sijoittaa länsieurooppalaisten yhtiöiden osakkeisiin ja sen varoista vähintään 85 prosenttia on sijoitettuna osakemarkkinoille.

Kuviosta 4 voidaan tulkita, että indeksirahastojen kehitys on pääsääntöisesti mukaillut vertailuindeksin kehitystä. Indeksirahastojen normaalista kehityksestä poikkeavana voidaan pitää OP-Eurooppa Indexi -rahaston kehityksen eroja vertailuindeksiin vuosina 2012 ja 2013, jolloin erot olivat 5,08 prosenttia ja 3,51 prosenttia. Suuria eroja voidaan selittää sillä, että rahasto aloitti toimintansa vuoden 2011 syyskuussa, jolloin kehitykseen on voinut vaikuttaa rahastosalkun luomiseen liittyvät kustannukset. Myös Nordea Eurooppa Indeksirahaston vertailuindeksiä suurempaa tuottoa vuonna 2014 voidaan pitää poikkeuksena. Vuosina 2012-2015 indeksirahastojen vuosittainen kehitys poikkesi indeksistä keskimäärin 1,60 prosenttia. Keskimäärin rahastot tuottivat -2,12 prosenttia. Molempien rahastojen palkkioiden ollessa 0,75 prosenttia vuodessa, voidaan todeta rahastojen jääneen palkkioiden vähentämisenkin jälkeen vertailuindeksin kehityksestä. Eroa voidaan selittää osittain kaupankäyntikuluilla, mutta indeksirahastoilla kaupankäyntikulujen tulisi olla hyvin alhaisia. Näin ollen kaupankäyntikulut eivät voi kokonaan selittää eroa, mutta kaventavat sitä.

Kuviosta 4 voidaan havaita aktiivisten rahastojen kehityksen osittain mukailleen indeksin kehitystä, mutta erot indeksin ja rahastojen välillä vaihtelevat huomattavasti enemmän verrattuna indeksirahastoihin. Vertailuindeksin ja rahastojen suurin yksittäinen ero löytyy vuodelta 2013, kun OP-Eurooppa Osake -rahasto kehittyi 10,16 prosenttia indeksiä heikommin. Keskimäärin aktiiviset rahastot poikkesivat indeksistä vuosittain 3,97 prosenttiyksikköä, jolloin voidaan todeta vaihtelujen olleen kohtuullisen suuria. Rahastot kehittyivät keskimäärin -2,41 prosenttia vuodessa verrattuna vertailuindeksiin. Vaikka aktiivisesti hoidetut rahastot ylittivät vuosina 2012 ja 2015 vertailuindeksinsä kehityksen, voidaan todeta negatiivisen kehityksen keskiarvon ja muiden vuosien tappioiden laskeneen kehityksen koko tarkasteluajanjaksolla alle indeksin.

Koko tarkasteluajanjaksolla MSCI Europe -indeksi on kehittynyt 49,36 prosenttia, Nordea Eurooppa K -rahasto 32,35 prosenttia, OP-Eurooppa Osake -rahasto 33,06 prosenttia, Nordea Eurooppa Indeksirahasto 45,36 prosenttia ja OP-Eurooppa Indeksirahasto 48,22 prosenttia. OP-Eurooppa Indeksirahaston kehityksessä tulee ottaa huomioon, että sen laskemisessa ei ole mukana vuotta 2011, joka on ollut negatiivinen vuosi kaikille muille vertailukohteille. Lukuja tarkastellessa voidaan havaita indeksirahastojen kehityksen olleen yli 10 prosenttia aktiivisia rahastoja korkeampaa tarkasteluajanjaksolla. Näin ollen voidaan todeta indeksirahastojen menestyneen merkittävästi paremmin kokonaisuudessaan vertailuajanjaksolla.

Tarkasteluajanjakson alussa sijoitettu 10 000 euroa olisi kasvanut MSCI Europe -indeksin mukaan 14 936,26 euroon, Nordea Eurooppa K -rahastoon sijoitettuna 13 235,39 euroon, OP-Eurooppa Osake -rahastoon sijoitettuna 13 305,97 euroon, Nordea Eurooppa Indeksirahastoon sijoitettuna 14 536,46 euroon ja OP-Eurooppa Indeksirahastoon sijoitettuna 14 822,08 euroon. Tuottoja tarkasteltaessa voidaan todeta aktiivisten rahastojen kehityksen poikkeavan 10 000 euron sijoitussummalla vain 70,58 euroa toisistaan tarkasteluajanjakson aikana, jolloin suurta eroa näiden rahastojen välille ei ole syntynyt. Indeksirahastojen 285,62 euron ero johtuu OP-Eurooppa Indeksirahaston vuotta lyhyemmästä tarkasteluajanjaksosta. Verrattaessa aktiivisten rahastojen tuottojen keskiarvoa, 13 270,68 euroa, ja indeksirahastojen keskiarvoa, 14 679,27 euroa, voidaan todeta 1 708,59 euron eron olevan huomattava. Luvut ovat vain havainnollistavia esimerkkejä kehityksestä, eivätkä sisällä mahdollisia merkintä-, lunastus- tai tuottosidonnaisia palkkioita.

Eurooppaan sijoittavien sijoitusrahastojen tarkastelun jälkeen voidaan todeta, että aktiiviset rahastot eivät koko tarkastelujakson aikana päihittäneet indeksiä, vaikka vuosina 2012 ja 2015 kehittyivätkin vertailuindeksiä paremmin. Voidaan myös havaita, että indeksirahastot ovat kehittyneet aktiivisesti hallinnoituja rahastoja selkeästi enemmän. Erot ovat rahallisesti merkittäviä ja esimerkissä tarkastellun 10 000 euron sijoitussummalla 1 708,59 euron ero viiden vuoden aikana on huomattavan suuri. Eroa korostaa se, että molemmat indeksirahastot olivat kehitykseltään hyvin samankaltaisia, kuin myös molemmat aktiiviset rahastot. Näin ollen voidaan todeta, että aktiivisten rahastojen korkeampia hallinnointipalkintoja ei voida perustella indeksirahastoja paremmilla tuotoilla.

4 SÄÄNTELY JA SEN VAIKUTUKSET RAHASTOJEN TOIMINTAAN

Sijoitusrahastoja koskevaa lainsäädäntöä on rahastojen yleistettyä tiukennettu ja pyritty lain keinoin parantamaan kuluttajan asemaa rahastomarkkinoilla. Esimerkiksi Euroopan Unionin UCITS-direktiivi (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directives) on parantanut kuluttajan asemaa muun muassa tekemällä rahaston keskeiset tiedot sisältävän avaintietoesitteen pakolliseksi ja helposti kuluttajan saatavilla olevaksi.

Aktiivisten ja passiivisten rahastojen välillä ei kuitenkaan ole lainsäädännöllisiä eroja, vaikka rahastojen toimintamallit sekä palkkiot poikkeavat usein huomattavasti toisistaan. Erot löytyvät vasta rahaston sääntöjä ja toimintamallia tarkastelemalla. Rahastojen väliset erot ovatkin olleet viime vuosina tarkastelun kohteena, ja esimerkiksi Helsingin Sanomat (2015) ja Morningstar (2014) ovat kirjoittaneet rahastojen välisistä eroista Suomessa.

Aiheesta on noussut keskustelua myös Ruotsissa ja Norjassa, jotka ovat molemmat huomanneet aktiivisesti hallinnoituina markkinoitavien rahastojen olevan sisällöiltään hyvin samankaltaisia vertailuindeksiin ja passiivisiin rahastoihin verrattuna. Norjassa paikallinen Finanssivalvonta huomautti DNB-pankkia aktiivisen rahaston sisällön huomattavasta samankaltaisuudesta vertailuindeksinsä kanssa ja vaati kyseiseltä pankilta korjaustoimenpiteitä sekä selvitystä tilanteesta. Ruotsissa aihe on otettu eduskunnan käsittelyyn, ja asiaa selvittämään on määritetty työryhmä, joka tutkii mahdollisuuksia parantaa kuluttajan asemaa ja selkeyttää rahastojen toimintaperiaatteita kuluttajalle.

4.1 Oletettu säännöstely

Norjassa paikallinen finanssialaa valvova hallituksen toimitus Finanstilsynet (Suomessa vastaava elin Finanssivalvonta) esitti maaliskuussa 2015 DNB Asset Management AS:lle, eli DNB:n rahastoyhtiölle, korjausvaatimuskirjeen DNB Norge -rahaston toimintaan liittyen. Korjausvaatimuksen mukaan DNB Norge -rahasto on kehittynyt lähes identtisesti vertailuindeksinsä kanssa, vaikka rahaston säännöissä mainitaan rahaston tavoit-

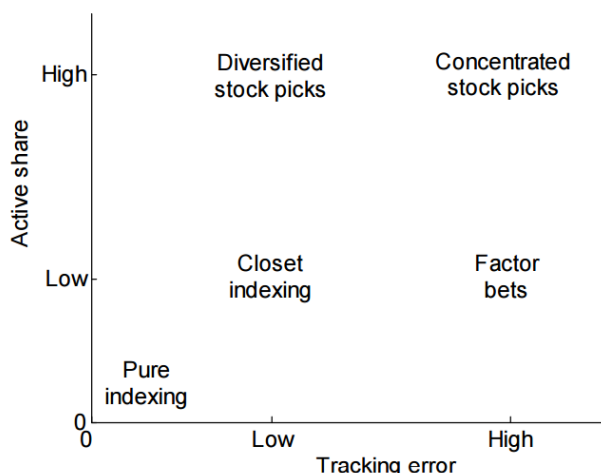
televan indeksiä korkeampaa tuottoa aktiivisen varainhoidon keinoin. Finanstilsynet totesikin kirjeessään, että asiakkaiden sijoituksia ja tuottoja ei ole rahaston säännöissä mainituin tavoin turvattu. Lisäksi huomautettiin, että rahaston korkeasta hallinnointipalkkiosta, 1,8 prosenttia, johtuen ei sijoittajilla ole ollut todellista mahdollisuutta indeksin ylittävään tuottoon. Finanstilsynet viittaa myös kirjeessään DNB:n toiseen rahastoon, DNB Norge Index -indeksirahastoon, joka aina vuoteen 2013 asti seurasi samaa vertailuindeksiä, mutta rahaston hallinnointipalkkio on vain 0,3 prosenttia. (Finanstilsynet 2015.)

Edellä mainituista syistä johtuen Finanstilsynet oli jo vuoden 2014 marraskuussa ilmoittanut DNB:lle kirjeitse korjausvaatimuksesta. DNB oli vastannut kirjeeseen kiistäen edellä mainitut väitteet sijoittajien varojen turvaamattomuudesta ja rahaston sääntöjen vastoin toimimisesta. Finanstilsynet ei kuitenkaan löytänyt tarpeeksi näyttöä vastaväitteiden oikeellisuudesta, jolloin korvausvaatimus esitettiin lopullisessa muodossa vuoden 2015 maaliskuussa. (Finanstilsynet 2015.)

Korjausvaatimuskirjeessä esitettiin myös useita tunnuslukuja ja laskelmia, jotka tukevat väitettä siitä, että DNB Norge -rahastoa hallinnoidaan kuten passiivista rahastoa. Tarkastelujaksona on käytetty viiden vuoden ajanjaksoa kesäkuusta 2014 taaksepäin laskien. Koko tarkasteluajanjakson tracking error on 3,18 prosenttia ja vuoden jaksolta 1,72 prosenttia, jotka ovat hyvin alhaisia lukuja aktiiviselle sijoitusrahastolle. Rahaston kehitys on viiden vuoden tarkasteluajanjakson aikana poikennut indeksin kehityksestä -1,86 prosenttia ja vuoden aikana -2,25 prosenttia. Huomioitavaa on, että koko ajanjakson ajalta rahaston kehitys on poikennut indeksin kehityksestä lähes täsmälleen hallinnointipalkkion verran. (Finanstilsynet 2015.)

DNB Norge -rahaston active share oli vuoden 2014 lopussa 16,9 prosenttia ja vuoden 2013 lopussa 16,8 prosenttia (Finanstilsynet 2015). Luvut ovat hyvin alhaisia aktiiviselle rahastolle. Active sharen kehittäneet Cremers ja Petäjäistö (2009, 13, 44) toteavatkin, että rahastot, joiden active share on alle 20 prosenttia, ovat pääosin puhtaita indeksirahastoja. Kuten kuviosta 5 voidaan lukea, on rahastot, joilla on alhainen active share ja tracking error luokiteltu indeksirahastoiksi. Alhainen active share kertoo rahaston olevan sisällöltään hyvin samankaltainen vertailuindeksiin nähden, ja matala tracking error rahaston tuoton mukailevan hyvin pitkälti vertailuindeksin tuottoa. Näin ollen voidaan todeta DNB Norge -rahaston olevan käytännössä indeksirahasto, joka perii aktiivisen rahastonhoidon hallinnointipalkkioita.

DNB Norge -rahaston tapauksessa voidaan puhua kaappi-indeksoinnista (closet indexing). Kaappi-indeksoinnilla tarkoitetaan, että rahastoa markkinoidaan ja myydään aktiivisena, mutta se koostuu pitkälti samoista instrumenteista kuin rahaston vertailuindeksi (Puttonen & Repo 2011, 118).



Kuvio 5. Active sharen ja Tracking errorin käyttö rahastojen aktiivisuuden määrittämisessä (Cremers & Petäjistö 2009, 44).

DNB Asset Management AS oli esittänyt vastaväitöksensä pelkästään active sharen ja tracking errorin käytöstä rahaston aktiivisuuden tulkinnassa. DNB:n mukaan rahasto, joka tuottaa indeksin ylittävää ylimääräistä tuottoa suosii sijoittajaa, vaikka tracking error olisi alhainen. DNB oli myös esittänyt, että Norjan markkinoilla korkean active sharen saavuttaminen on hyvin hankalaa, eikä ole vertailukelpoinen globaaleille markkinoille sijoittavien rahastojen kanssa. (Finanstilsynet 2015.)

Finanstilsynet oli DNB:n kanssa samaa mieltä siitä, että jatkuva ylimääräinen tuotto suosii sijoittajaa, mutta DNB Norge -rahaston viiden edeltäneen vuoden tuotot olivat olleet negatiivisia ja poikenneet indeksistä usein suunnilleen hallinnointipalkkion verran. Näin ollen väite ei tue väitettyä aktiivista rahastonhoitoa. Finanstilsynet totesi myös, että active sharea ja tracking erroria tulee tarkastella yhdessä ja pohjaakin analyysinsä rahastosta näiden ja muiden tunnuslukujen kollektiiviseen tulkintaan. (Finanstilsynet 2015.)

Finanstilsynet vaati korjausvaatimuskirjeessään DNB:tä joko korjaamaan rahaston hallinnoinnin vastaamaan aktiivisen rahaston hallinnointia korkean hallinnointipalkkion osoittamalla tavalla tai laskemaan rahaston hallinnointipalkkioita ja muuttamaan rahaston sääntöjä vastaamaan käytettyä hallinnointistrategiaa. Vaihtoehtoista toisen valittuun DNB määrättiin myös ilmoittamaan kaikille rahaston omistajille Finanstilsynetin korjausvaatimuksesta ja valitusta korjaustoimenpiteestä. Näiden lisäksi DNB:n tuli lähettää

vuoden 2015 maaliskuun lopulla konkreettiset suunnitelmat tilanteen korjaamiseksi. (Finanstilsynet 2015.)

Ruotsissa Finanssiministeriö (Regeringskansliet 2014) on aloittanut selvityksen aktiivisesti ja passiivisesti hallinnoitujen rahastojen erojen selkeyttämisestä sijoittajille. Selvityksen toimeksiannossa selvennetään aktiivisen ja passiivisen rahastonhoidon käsitteitä ja tuodaan esille keskeisenä ongelmana rahastojen usein toisistaan poikkeavat hallinnointipalkkiot ja niiden määräytyminen. Toimeksiannossa korostetaan aktiivisen rahastonhoidon tarkoituksena olevan yleistä markkinakehitystä korkeampi tuotto sijoittamalla varat instrumentteihin, joilla katsotaan saavutettavan tämä tavoite. Aktiivisella rahastonhoidolla ei siis tarkoiteta jatkuvaa, nopeatahtista kaupankäyntiä, vaan rahaston vertailuindeksistä poikkeavaa koostumusta. Kuten jo aikaisemmin on todettu, on indekseistä poikkeava koostumus edellytys sille, että voidaan saavuttaa indeksiä parempaa tuottoa.

Ongelmana toimeksiannossa tuodaan esille aktiiviset rahastot, jotka tuoton tai koostumuksen osalta ovat hyvin lähellä vertailuindeksiä, jolloin voidaan siis puhua kaappi-indeksoinnista. Tällöin luvattu ylituotto markkinoihin verrattuna ei oikeuta perittäviin korkeisiin hallinnointipalkkioihin. Usein vastaavissa tilanteissa rahaston tuotot putoavat korkeasta hallinnointipalkkiosta johtuen vastaavaa passiivista rahastoa alemmiksi. Toimeksiannossa tuodaan esille, että useilla sijoittajilla on hankaluuksia omaksua taloudellisia tietoja rahastoista, jolloin voidaan puhua tiedon jakautuvan epätasapainoisesti finanssialan palveluntarjoajien ja sijoittajien välillä. Tämän johdosta nostetaan toimeksiannossa tärkeäksi tekijäksi markkinoinnissa käytettävän tiedon ymmärrettävyys ja helppo omaksuttavuus kuluttajille. (Regeringskansliet 2014.)

Toimeksiannon mukaan selvityksessä tulee tutkia eroja hallinnointipalkkioissa keskenään vertailukelpoisten aktiivisten ja passiivisten rahastojen välillä, analysoida kuinka aktiivisia rahastoja markkinoidaan kuluttajille keskittyen korkean hallinnointipalkkion perusteluun sekä analysoida kuluttajien vaatimia tietoja, jotta he voivat selkeästi ymmärtää erot aktiivisten ja passiivisten rahastojen välillä. Näiden tietojen pohjalta selvityksen päätyttyä tulee esittää mahdollisia parannusehdotuksia kuluttajille esitettyihin tietoihin ja muita toimenpiteitä, jotka edesauttavat kuluttajaa valitsemaan aktiivisten ja passiivisten sijoitusrahastojen välillä. (Regeringskansliet 2014.)

4.2 Säännöstelyn aiheuttamat muutokset

Norjassa DNB Asset Management AS joutui Finanstilsynetin korjausvaatimuksen pohjalta muuttamaan rahaston toimintaa ja ilmoittamaan uudelleenjärjestelyistä osuudenomistajille. Ulkoisesti näkyvimvät muutokset rahaston toiminnassa ovat hallinnointipalkkion ja rahaston koon lasku. Korjausvaatimuksen seurauksena DNB Norge -rahaston hallinnointipalkkioita on pudotettu 1,40 prosenttiin, eli 0,4 prosenttiyksikköä. Rahaston koko on laskenut noin 7,9 miljardista Norjan kruunusta noin 6,9 miljardiin. Myös ilmoitettu active share on noussut 34,6 prosenttiin, eli yli kaksinkertaiseksi verrattuna vuoden 2014 lopulla laskettuun lukuun. (DNB 2016.)

Huomaamattomampana muutoksena voidaan mainita DNB Norge -rahaston salkunhoitajan vaihdos, jonka seurauksena 1.1.2015 aloitti uusi salkunhoitaja (DNB 2016). Ajankohta on ensimmäisen, ainoastaan yritykselle suunnatun kirjeen ja julkaistun korjausvaatimuskirjeen välissä. Vahvistusta salkunhoitajan vaihtumiselle korjausvaatimuksen johdosta ei kuitenkaan löydy, joten on mahdollista, että vaihdos tapahtui muista syistä johtuen.

Rahaston kehitys vuonna 2015 oli 1,55 prosenttia ja vertailuindeksiin verrattuna kehitys oli -5,15 prosenttia (DNB 2016). Merkittävää kehityksessä on, että se poikkesi huomattavasti aikaisempia vuosia enemmän vertailuindeksistä, kuten taulukosta 4 voidaan havaita. Kehitys lasketaan rahasto-osuuden arvosta, jolloin rahaston koon lasku ei vaikuta kehitystä kuvaaviin lukuihin. Kuitenkin indeksiä merkittävästi huonompaa kehitystä voidaan selittää rahaston koon pienenemisellä. Rahaston salkunhoito hankaloituu huomattavasti jouduttaessa myymään omistuksia ja arvopapereita, jotta rahasto pystyy maksamaan asiakkaidensa lunastukset, varsinkin jos tapahtuu huomattavan suuri määrä lunastuksia lyhyen aikavälin aikana.

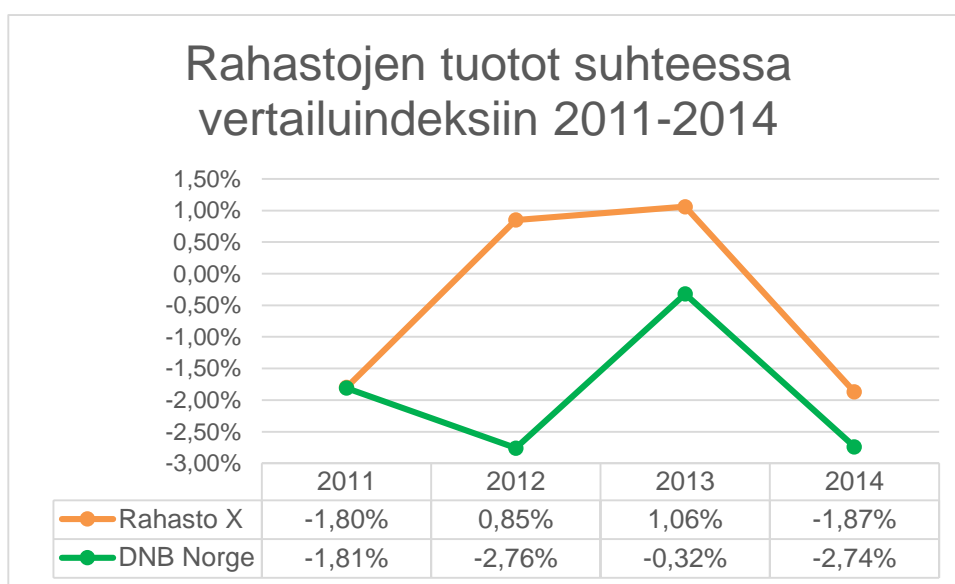
Taulukko 4. DNB Norge -rahaston kehitys suhteessa vertailuindeksiin 2011-2015 (DNB 2016).

	2011	2012	2013	2014	2015
Rahaston kehitys	-14,26	12,60	22,92	2,95	1,55
Kehitys verrattuna indeksiin	-1,81	-2,76	-0,32	-2,74	-5,15

Ruotsissa muutoksia ei ole havaittavissa rahastoyhtiöiden tai yksittäisten rahastojen toiminnassa. Komitean selvitys oli alkuperäisen aikataulun mukaan tarkoitus julkistaa

31.12.2015, mutta julkaisuajankohtaa on lykätty kesäkuun 2016 loppuun (Statens Offentliga Utredningar 2016). Näin ollen lain tai säädösten muuttuminen ei ole vielä keväällä 2016 ajankohtaista Ruotsissa. Siten mahdollisia esimerkkitapauksia, joiden pohjalta voitaisiin luotettavasti ja esimerkinomaisesti tulkita mahdollisia vaikutuksia Suomessa toimivien rahastojen toimintaan, ei löydy.

Olettaen, että toimeksiantajayritystä lähestyttäisiin suomalaisen valvontaviranomaisen toimesta vastaavanlaisella korjausvaatimuksella, kuin DNB:tä, voidaan analysoida vaikutuksia tarkastelemalla edellä mainittuja lukuja. Jotta vertailutulokset olisivat mahdollisimman todenmukaisia, valitaan DNB Norge -rahaston vertailukohteeksi eräs toimeksiantajan sijoitusrahasto (Rahasto X). Rahasto X on suomalainen sijoitusrahasto, joka sijoittaa pääosan varoistaan Suomeen, kuten DNB Norge -rahasto tekee omilla kotimaisilla markkinoillaan. Molemmat rahastot ovat kooltaan suuria aktiivisia sijoitusrahastoja. Vertailussa käsitellään Finanstilsynetin korjausvaatimukseen johtaneita tekijöitä ja simuloidaan sen seurauksena tapahtuneita muutoksia toimeksiantajayrityksen rahaston osalta mahdollisuuksien mukaan. Tunnuslukuja vertailemalla saadaan myös tietoa Rahasto X:n aktiivisuudesta, jolloin voidaan analysoida mahdollisten korjausten tarvetta.

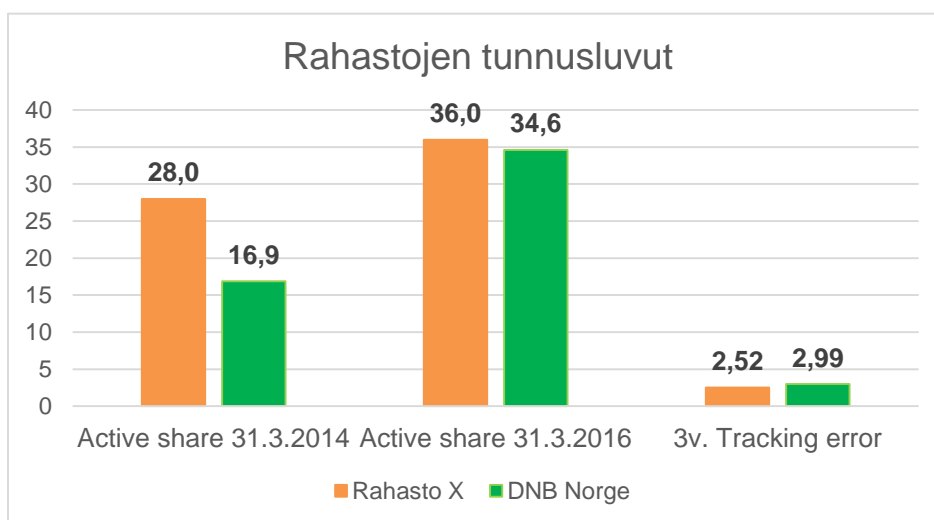


Kuvio 6. Rahastojen tuotot suhteessa vertailuindeksiin 2011-2014 (DNB 2016).

Finanstilsynetin korjausvaatimuksessa merkittävimmät käsitellyt tunnusluvut, jotka johtivat korjausvaatimukseen, olivat active share, tracking error ja rahaston jatkuva vertailuindeksiään heikompi tuotto. Kuten kuviosta 6 nähdään, rahastojen tuottojen vertailu

omiin vertailuindekseihinsä osoittaa, että Rahasto X on kahtena vuotena neljästä saavuttanut indeksin ylittävän tuoton, kun taas DNB Norge -rahasto ei ole onnistunut ylittämään indeksin tuottoa yhtenäkkään vuotena tarkasteluajanjaksolla. Rahasto X on vuositasolla jokaisena vertailuajanjakson vuotena tuottanut paremmin suhteessa vertailuindeksiinsä verrattuna DNB Norge -rahastoon.

Vertailuindeksiin verrattuna Rahasto X on tuottanut keskimäärin -0,44 prosenttia ja DNB Norge -1,91 prosenttia. Rahasto X:n vuosittaisen hallinnointipalkkion ollessa 2,0 prosenttia voidaan rahaston todeta keskimäärin tuottaneen indeksiä paremman tuoton ennen hallinnointipalkkion vähentämistä. Tietoja tarkastellessa tulee kuitenkin huomioida, että keskimääräisesti Rahasto X on tarkasteluajanjaksolla tuottojen osalta hävinnyt vertailuindeksilleen. Koska Rahasto X on kulujenkin jälkeen onnistunut ylittämään vertailuindeksinsä tuoton kahtena vuonna neljästä vertailuajanjakson aikana, ei yksi korjausvaatimuksen kriteereistä, jatkuva vertailuindeksiä heikompi tuotto, täyty.



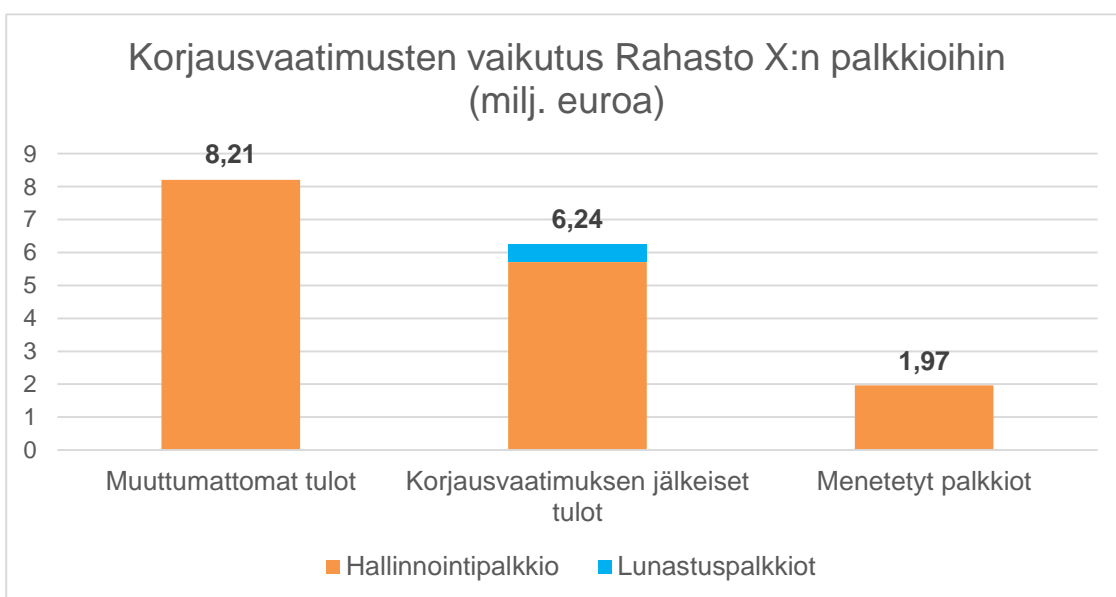
Kuvio 7. Rahasto X:n ja DNB Norge -rahastojen active share ja tracking error (DNB 2016; Finanstilsynet 2015).

Verrattaessa rahastojen tunnuslukuja, vertailtiin pääosin lukuja, jotka ovat ajalta ennen korjausvaatimuksen vaikutusta DNB Norge -rahaston lukuihin. Kehityksen vertailun vuoksi otettiin kuitenkin mukaan vuoden 2016 luvut. Kuten kuviosta 7 voidaan havaita, Rahaston X:n active share on huomattavasti DNB Norgen active sharea korkeampi ensimmäisenä vertailuajankohtana. Rahasto X:n active share ei kuitenkaan ole erityisen korkea aktiiviselle rahastolle. Toteutunut tracking error laskettuna takautuvasti kolmelta vuodelta on Rahasto X:llä 0,47 prosenttiyksikköä DNB Norgea alhaisempi, eli Rahasto

X:n tuotto on poikennut vähemmän vertailuindeksistä kolmessa vuodessa. Luvut ovat kuitenkin molemmilla rahastoilla alhaiset.

Active sharen kehityksestä voidaan todeta, että molemmat rahastot ovat lisänneet aktiivisuuttaan huomattavasti. DNB Norge on kuitenkin lisännyt aktiivisuuttaan erittäin merkittävästi korjausvaatimuksesta johtuen. Tunnuslukujen pohjalta analysoituna voidaan todeta, että Rahasto X on rahastoista aktiivisempi, johtuen korkeammasta active sharesta, eli vertailuindeksistä poikkeavasta osuudesta. Molempien tunnusluvut ovat alhaisia, mutta kärsivät pääosin samasta ongelmasta, eli markkinoiden pienestä koosta, joka hankaloittaa rahastojen aktiivisuuden nostamista kansainvälisesti korkeisiin lukuihin. Analysoiduista tunnusluvuista ei kuitenkaan voida päätellä kaikkea rahastojen aktiivisuudesta, mutta kyseiset luvut valittiin vertailuun Finanstilsynetin korjausvaatimuksen pohjalta. Tunnuslukujen ilmoittaman aktiivisuuden pohjalta voidaan kuitenkin todeta, että olisi hyvin epätodennäköistä Suomen valvovan viranomaisen puuttuvan Rahasto X:n toimintaan.

Korjausvaatimuksesta johtuen DNB Norge -rahasto joutui laskemaan hallinnointipalkkiota 0,4 prosenttiyksikköä, ja menetti rahaston koostaan noin miljardi Norjan kruunua eli 12,66 prosenttia. Olettaen, että Rahasto X:n hallinnointipalkkio laskisi 0,4 prosenttiyksikköä, putoaisi se 1,6 prosenttiin. Rahasto X on kooltaan noin 410,20 miljoonaa euroa. Näin ollen hallinnointipalkkion ja rahaston koon pysyessä samana vuosittaiset hallinnointipalkkiot ovat 8,21 miljoonaa euroa. Rahaston koon laskiessa 12,66 prosenttia jäisi rahaston kooksi noin 356,87 miljoonaa euroa. Laskettaessa hallinnointipalkkiot käyttäen



Kuvio 8. Korjausvaatimusten vaikutus Rahasto X:n palkkioihin.

alentunutta palkkiota 1,6 prosenttia saadaan vuosittaiseksi tuotoksi 5 709 984 euroa eli 5,71 miljoonaa euroa. Vuosittaisiin tuottoihin lisätään vielä lunastuspalkkiot, jotka ovat 1,0 prosenttia lunastetuista varoista eli noin 533 260 euroa.

Kuten kuviosta 8 voidaan lukea, ovat menetetyt palkkiot vuositasona noin 1,97 miljoonaa euroa. Tämä tarkoittaa 24,00 prosentin eroa tulojen välillä. Näin ollen korjausvaatimuksen rahalliset vaikutukset olisivat hyvin merkittävät rahaston osalta, koska lähes neljäsosa vuosittaisista tuloista menetettäisiin. Tämä summa ei vielä sisällä muita mahdollisia kuluja, esimerkiksi kaupankäyntikuluja, jotka johtuvat rahaston sijoitusten myynnistä lunastusten rahoittamiseksi. Rahallisesti laskettavat tappiot jatkaisivat myös kasvuaan tulevaisuudessa, koska tulevana vuosina lunastuspalkkiot poistuisivat tasapainottamasta tilannetta. Voidaan siis todeta, että mahdollinen korjausvaatimus aiheuttaisi huomattavaa taloudellista vahinkoa rahastoyhtiölle välittömästi ja tulevaisuudessa.

4.3 Haastattelut

Opinnäytetyön empiiristä osaa varten suoritettiin kaksi haastattelua. Haastatellut henkilöt olivat toimeksiantajayrityksen varallisuudenhoidon lakimies ja rahastojen riskienhallinnan analyttikko. Haastattelut toteutettiin teemahaastatteluna. Haastatelluilla on molemmilla työtehtävänsä ja -kokemuksensa johdosta laaja-alaista ymmärrystä pohjoismaisista osake- ja rahastomarkkinoista sekä niitä koskevasta sääntelystä ja sen vaikutuksesta kotimaisten rahastojen toimintaan. Haastattelujen keskeisiä teemoja olivat Norjan tapahtumat ja mahdolliset vastaavanlaiset toimenpiteet Suomessa, Ruotsin esityksen tilanne, pohjoismaiden markkinoiden vertautuminen keskenään ja EU:n vaikutus sekä Suomen Finanssivalvonnan toiminta lainsäädännön ja sääntelyn näkökulmasta. Haastattelujen tavoitteena oli saada asiantuntijoiden näkemys aiheista ja niiden vaikutuksista sekä mahdollisia syitä siihen, miksi Suomessa toimenpiteitä asian tiimoilta ei ole nähty.

Sääntelyn esimerkkitapauksena haastatteluissa käytettiin Norjan DNB Norge -rahaston tapausta, joka johti Finanstilsynetin korjausvaatimuskirjeeseen. Tilanne kokonaisuudessaan on hyvin monimutkainen rahastojen hallinnoinnin näkökulmasta, koska vastaavaa ei ole nähty aikaisemmin, eikä esimerkiksi tunnuslukujen tulkinnasta ole selkeää lainsäädännöllistä linjausta.

Tämä ei perustu nyt tällä hetkellä mihinkään yksittäiseen, tai sanotaan niinku tarkkaan spesiaalisäännökseen. – – Kun ei tässä ole mitään missään vahvistettuja

rajoja olemassa, niin sitten joku on keksinyt niitä (tunnus)lukuja ja tehnyt tutkimusta ja päätyntä niihin ja jonkunnäköistä yksimielisyyttä niistä on, mutta aika paljon niissä on myöskin ongelmaa. (Varainhoidon lakimies 19.4.2016.)

Tunnuslukujen käyttöä rahastojen toiminnan tulkitsemiseen ei voida nähdä täysin yksiselitteisenä asiana. Esimerkiksi DNB Norge -rahaston tapauksessa usein mainittu active share -luku pohjautuu yhteen tutkimukseen (Clemers & Petäjäistö, 2009). Active share on noussut tutkimuksen jälkeen laajalti käytetyksi luvuksi, mutta lain tai säädösten mukaan sen ilmoittaminen ei ole vielä esimerkiksi Suomessa tai Norjassa pakollista. Tunnusluvut voivat antaa hyvän kuvan rahaston toiminnasta, mutta selkeiden ja yleispätevien rajojen määrittely on hyvin hankalaa. Näin ollen ilman voimassa olevaa sääntelyä tunnuslukujen pohjalta tapahtuva rahaston toiminnan arviointi on väkisin tapauskohtaista.

Norjan DNB:n rahaston tapauksessa korjausvaatimuksen vaihtoehdot olivat, että rahaston tulee joko muuttaa hallinnointipalkkiota tai rahaston sääntöjä vastaamaan rahaston toimintaa sekä ilmoittamaan asiakkaille korjausvaatimukseen johtaneista tekijöistä.

Norjassa ne vaihtoehdot oli vähän huonot. – – Tuossahan on se vaarana, että tuossa tulee sitä ulosvirtausta, joka vaikeuttaa sitten salkunhoitoa ihan hirveästi. Kun sinun pitää myydä niitä (arvopapereita) ja tuon kokoinen rahasto, niin se laskee markkinoiden hintoja, jolloin se syö niin kuin itse itseänsä. (Varainhoidon lakimies 19.4.2016.)

Salkunhoidollisesti ongelmaksi muodostuu rahaston arvon säilyttäminen asiakkaiden jatkuvasti lunastaessa lisää varoja rahastosta. Jatkuva osakkeiden myynti, varsinkin suurissa erissä ja hyvin nopealla aikataululla, laskee pakostakin markkinoiden hintoja, jolloin myös rahastoon jäävät arvopaperit menettävät arvoaan. Näin ollen rahasto menettää jatkuvasti arvoaan sekä omaa pääomaansa, jolloin negatiiviset vaikutukset voivat nousta hyvin suuriksi. Esimerkiksi DNB Norge -rahaston kohdalla rahaston arvo laski vuodessa 12,66 prosenttia, eli noin kahdeksasosan rahaston arvosta. Rahasto hävisi myös vertailuindeksilleen huomattavasti aikaisempia vuosia enemmän, joka on todennäköisesti seurausta varojen ulosvirtauksesta.

Korjausvaatimuksen kohdistuessa yhteen rahastoon ja rahastoyhtiöön, kuten DNB Norge -rahaston tapauksessa, voivat asiakkaiden mielikuvat rahastoyhtiöstä ja usein saman yrityksen vähittäispankkitoiminnasta muuttua vahvasti negatiiviseen suuntaan. Finanssitoiminnassa asiakkaan ja finanssialan toimijan välisen suhteen kulmakivenä voidaan pitää luottamusta, koska asiakas luovuttaa omaisuuttaan toiselle säilytettäväksi ja

olettaa siitä pidettävän huolta sen mukaan, mitä on sovittu. Asiakkaan saadessa tietää, että rahastoon sijoitettuja varoja ei ole hoidettu kuten on sovittu, voidaan olettaa asiakkaan olevan hyvin tyytymätön, varsinkin jos rahastonhoidosta on peritty korkeita palkkioita.

Kyllähän tämä niin kuin tavallaan, ehkä se huonoin juttu tuossa. Just et sen takia pitää lähteä siitä, et just on itse aktiivinen tavallaan sekä informoinnissa että sitten siinä, että jos on jotain tuon suuntaista. – – Mutta toisaalta jos tämänlaisia on, et pankkeja koetaan ikään kun negatiiviseksi, niin se on kanssa yksi lisäys tähän näin, tavallaan siihen että siinä mielessä huono. (Varainhoidon lakimies 19.4.2016.)

Syntyvien negatiivisten mielikuvien merkitystä on lähes mahdotonta luotettavasti ja totuudenmukaisesti laskea. Vaikka osa mielikuvien muuttumisesta näkyy esimerkiksi lunastettavina rahasto-osuuksina, ovat vaikutukset huomattavasti tätä suuremmat. Heikko maine saattaa tulevaisuudessa vaikuttaa asiakkaiden ohjautumiseen muualle ja mahdollisten uusien tai olemassa olevien yhteistyösopimusten raukeamiseen. Usein ihmiset ovat hyvin tarkkoja siitä, kenen haltuun varansa antavat, jolloin negatiivinen kuva yrityksestä ihmisten mielissä saattaa vahingoittaa yritystä huomattavasti.

Haastattelussa käsiteltiin myös Norjan ja Suomen rahastomarkkinoiden samankaltaisuutta ja sitä, voiko muutoksia norjalaisessa rahastossa verrata suomalaiseen rahastoon. Rahastomarkkinoiden koon puolesta voidaan todeta markkinoiden olevan hyvin samansuuruisia ja rahastojen toimintaympäristöjen olevan samankaltaisia. Suomessa rahastojen kokonaissumma vuoden 2014 lopussa oli 85,1 miljardia euroa ja Norjan 92,4 miljardia euroa (EFAMA 2015). Erot löytyvätkin pääosin sijoituskohteina olevista toimialoista.

Rahastomarkkinahan on aika samankokoinen volyymeina. Mutta jos ajattelee, niin kummassakin toimialakirjo ei ole mikään hirveän iso. – – että aika samantyylliset markkinat minun käsittääkseni, tietysti eri toimialat ovat keskeisessä roolissa. – – Varmaan erilaisia mitä meillä, mutta vaikka toimialat ovat eri niin kummassakin aika suppea (valikoima toimialoja). (Varainhoidon lakimies 19.4.2016.)

Rahastojen toimintaympäristöjen ollessa hyvin samankaltaiset on toisten markkinoiden muutoksia tarkastelemalla mahdollista ennakoida niiden vaikutuksia myös toisilla markkinoilla. Markkinoiden samankaltaisuus tarkoittaa myös sitä, että mahdolliset toisten markkinoiden ongelmat voivat helposti toistua toisilla markkinoilla. Esimerkiksi osakera-

hastoissa ongelmana voi esiintyä mahdollisesta vertailuindeksistä poikkeamisen hankaluus markkinoiden pienen volyymin takia. Tämä taas saattaa näkyä alhaisina aktiivisuuden tunnuslukuina.

Markkinoiden samankaltaisuuden esimerkkinä voidaan myös sääntelyn näkökulmasta nähdä UCITS-säännökset, jotka ohjaavat rahastojen toimintaa. Näin ollen rahastojen sijoituspolitiikkaa on rajoitettu esimerkiksi eräiden johdannaisten osalta, jotka monimutkaistaisivat rahaston rakennetta. UCITS-rahastojen sääntelyllä pyritään auttamaan sijoittajaa yhdenmukaistamalla rahastojen toimintamallit ja vaatimukset, jolloin esimerkiksi ulkomaisten rahastojen merkitseminen helpottuu, koska rahastoa hoidetaan usein samoin periaattein kuin kotimaisiakin rahastoja.

Rakenteet rahastoissa on aika paljon samanlaiset, jos me puhutaan nyt ihan UCITS rahastoista. Sääntelykin on pääpiirteissään, kun se on tietysti UCITSIN osalta niin samanlaista. (Varainhoidon lakimies 19.4.2016.)

Ruotsissa selvityksen viivästyminen kertoo osaltaan ongelman haastavuudesta. Haastattelulla varainhoidon lakimiehellä on yhteyksiä henkilöihin Ruotsissa, jotka ovat olleet tekemisissä selvitykseen liittyvän tutkinnan kanssa, ja heidän mukaansa asia on hyvin vaikea. Esityksessä on myös heidän mukaansa muutama muu asia, jotka ovat saattaneet viivästyttää julkistusta. Yhteisenä keskeisenä ongelmana Ruotsin selvityksestä nousi haastattelussa jo aiemmin mainittu tunnuslukujen rajojen määrittely ja niihin liittyvä problematiikka.

Ei sillä tavalla lainsäädäntöjuttua. Ja no tietysti sitä oli aika vaikea tietysti päätellä, että mitä sieltä nyt sitten mahtaisi tulla, että sehän on vaan tavallaan sitten jonkun näköinen ehdotus. – – minä en usko et mitään ääreisen tiukkaa, tarkkaa vois tulla sitten. Kun tässä on kuitenkin tämä eurooppalainen mietintä päällä ja ESMA on ottanut aktiivista roolia. – – varmaan ne hakevat konsensusta sille niihin papereihin, että ne saisivat nyt läpi, tai sitten ne toteavat, ettei tätä voida sääntelyllä ruveta Ruotsissa ohjaamaan. (Varainhoidon lakimies 19.4.2016.)

Lainsäädännön kanssa ongelmaksi muodostuu hallinnollisten elimien monimutkaisuus päätöksenteossa. ESMA (European Securities and Markets Authority) on Euroopan Unionin itsenäinen toimielin, joka pyrkii parantamaan kuluttajansuojaa markkinoilla sekä edistämään vakaita ja järjestyksellisiä sijoitusmarkkinoita (ESMA 2016). Tämä hankaloittaa yksittäisen maan päätöksentekoa, koska liiallisella sääntelyllä voidaan negatiivisesti vaikuttaa sijoitusrahastojen kilpailukykyyn. Näin ollen liiallisen sääntelyn seurauksena

tietyn maan sijoittajat siirtävät oman maansa rahastomarkkinoilta varansa ulkomaisille markkinoille ja samalla hankaloittavat rahastoyhtiöiden toimintaa entisestään.

Kansainvälisen, esimerkiksi ESMA:n toimesta tai aloitteesta tapahtuvan sääntelyn voidaan nähdä edesauttavan rahastomarkkinoita ja helpottavan varojen siirtymistä yli kansallisten rajojen. Kansallisilla valvojilla on kuitenkin vastuu oman maansa markkinoista, ja eroja eri valvojien välillä saattaa esiintyä. Haastattelussa kävi ilmi, että esimerkiksi Ruotsissa valvoja on huomattavasti aktiivisempi toiminnassaan kuin Suomessa, eli selvityksiä teetätetään ja asioihin kiinnitetään huomiota ennen Euroopan tasolla tapahtuvia päätöksiä.

Ruotsissa on Osakesäästäjien Keskusliitto ihan älyttömän vahva, kun siellä on perinnettä Osakesäästämisessä. – – nehän tässä on olleetkin sitä painetta luomassa minun mielestä, siellä oli Osakesäästäjien Keskusliitto Ruotsissa just tuomassa esille sitä (rahastojen aktiivisuuden seuranta) asiaa, koska siinä on myöskin se asetelma, että Osakesäästäjien Keskusliitto ei aina tykkää rahastopuolen touhuista, koska tavallaan he pyrkivät suoraan osakesäästämisen. (Varainhoidon lakimies 19.4.2016.)

Ruotsissa Osakesäästäjien Keskusliiton vaikutus finanssimarkkinoihin liittyvässä päätöksenteossa tulee ottaa huomioon. Koska Osakesäästäjien Keskusliitto pystyy vaikuttamaan pörssiyrityksiin ja sitä kautta rahasto- ja rahoitusmarkkinoille, edesauttaa se usein kuluttajan asemaa suhteessa finanssialan toimijoihin. Osakesäästäjien Keskusliiton vaikutusvaltaa voidaan pitää merkittävänä myös siinä suhteessa, että Suomessa ei vastaavaa, yhtä vaikutusvaltaista toimijaa ole. Näin ollen Ruotsissa finanssialan toimijoiden ja hallinnollisten elimien lisäksi on niin sanottu kolmas toimija, joka kykenee vaikuttamaan päätöksentekoon tuomalla esille asioita, jotka johtivat esimerkiksi tämänhetkiseen selvitykseen.

Ruotsissa rahastomarkkinat ovat suuruusluokaltaan Suomea ja Norjaa suuremmat. Vuoden 2014 lopussa Ruotsin rahastojen kokonaissumma oli 252,7 miljardia euroa, verrattuna Suomen 85,1 miljardiin euroon ja Norjan 92,4 miljardiin euroon (EFAMA 2015). Yhtenä merkittävänä tekijänä Ruotsin rahastomarkkinoiden suuruuteen voidaan pitää rahastoihin pakotettua eläkesäästämistä. Ruotsissa peritään 18,5 prosenttia eläkkeeseen oikeuttavasta palkasta yleistä eläkejärjestelmää varten. Tästä summasta 2,5 prosenttiyksikköä sijoitetaan rahastoihin, joiden kehityksen mukaan osa tulevaisuuden eläkkeestä määräytyy. (Pensions Myndigheten 2016.)

Tietysti Ruotsissa markkinat ovat paljon isommat ja siellä on näitä, että se ero tulee ehkä sieltä sitten, että siellä on tätä eläkesäästämistä rahastoihin pakotettu ihmiset tekemään. – – siellä on aloitettu se verotuella se säästäminen. (Varainhoidon lakimies 19.4.2016.)

Ruotsissa verotuella aloitettu eläkesäästäminen rahastoihin lisää rahastojen varoja huomattavasti. Jokainen henkilö saa itse päättää eläkesäästöjensä sijoituskohteen. Vaikka 2,5 prosenttia eläkkeeseen oikeuttavasta palkasta on usein henkilökohtaisesti hyvin pieni osa, kasvaa siitä suuremmassa mittakaavassa hyvin merkittävä summa. Näin ollen rahastomarkkinoiden volyymit kasvavat huomattavasti, ja ihmisten tietous rahastosäästämisestä kasvaa, koska he ovat itse vastuussa eläkkeensä sijoittamisesta. Suomalaisien varat taas ovat säästettyinä pankkitileille.

Ruotsissa rahastomarkkinoille pakotetusta eläkesäästämisestä johtuen lähes kaikki ruotsalaiset ovat rahastosäästäjiä, jolloin rahasto-osuuksia omistavien määrä on huomattavan suuri. Koska rahastoihin on pakko ohjata osa eläkesäästöistä, on kuluttajan kannalta tärkeää ymmärtää rahastojen toiminnan periaatteita. Tällöin sijoittajille suunnatun informaation oikeellisuuden ja ymmärrettävyyden merkitys on suuri. Tästä johtuen myös valvojan merkitys korostuu, jotta sijoittajilla on käytössään mahdollisimman informatiivista ja helposti ymmärrettävää materiaalia rahastoista. Valvojan tulee myös valvoa rahastojen toiminnan olevan sijoittajien edun mukaista. Koska valvojan työmäärä on hyvin suuri, on mahdollista, että esimerkiksi Ruotsissa vaikutusvaltaisen kolmannen osapuolen olemassaolo saattaa auttaa tuomaan esille asioita, jotka muuten jäisivät valvojalta huomaamatta. Kolmas osapuoli koostuu pääosin sijoittajista, jolloin he myös saattavat ensimmäisinä huomata ja nostaa esille epäkohdat sijoittajan näkökulmasta.

Suomessa finanssialan toiminnan valvomisesta vastaa Finanssivalvonta (Fiva). Haastattelussa käytiin läpi Fivan yleisiä toimintatapoja finanssialan toimijan näkökulmasta, jotta voitaisiin arvioida mahdollisten aktiivisten rahastojen sääntelyä koskevien toimenpiteiden todennäköisyyttä ja ilmenemismuotoja. Esimerkkitapauksena käytettiin DNB Norge -rahaston tapausta, jolloin valvojan toimia analysoitiin pääosin vastaavanlaisessa tilanteessa.

Ensinnäkään minä en oikein usko et Fiva on kauhean aktiivinen tässä, ilman että toi Eurooppaan valvoja alkaa jotain vaatia. – – Suomen valvoja ehkä, niin kuin ei aikaisemminkaan, hirveästi ole minun mielestä ottanut ensimmäisenä kantaa tämänlaisiin juttuihin. (Varainhoidon lakimies 19.4.2016.)

Haastattelussa nousi esille, että Suomessa valvojan toimet mukailevat pitkälti Euroopan valvojan toimia. Oletettavaa on, että ilman ESMA:n päätöksiä ei Suomessa valvojan toimesta tehdä itsenäisiä rajanvetoja. Toimintaan puututaan kuitenkin selkeästi yksittäisissä väärinkäytöksissä, mutta laaja-alaisen sääntelyn osalta seurataan Euroopan valvojan toimia. Näin ollen voidaan olettaa, että rahastojen toimintaa sääteleviä yleisiä säädöksiä aktiivisuuden osalta Suomen valvojan toimesta ei nähdä ennen laajempaa päätöstä asiasta.

Suomen valvojan toimet poikkeavat myös toimintatavoiltaan hieman muista pohjoismaisista valvojista. Keskeisenä erona voidaan mainita valvojan ja finanssialan toimijoiden kesken käytävä keskustelu. Esimerkiksi DNB Norge -rahaston kohdalla valvoja lähetti korjausvaatimuksen ilman laajempaa keskustelua rahastoyhtiön kanssa, huomautuskirjettä lukuun ottamatta.

Meidän valvoja niin, ehkä jos minä vertaan esimerkiksi Ruotsiin rahastopuolella, meillä valvoja keskustelee paljon markkinatoimijoiden kanssa ja minun mielestä suhtautuminen on aika semmoinen praktinen. Että ne seuraavat markkinaa ja keskustelee toimijoiden kanssa. (Varainhoidon lakimies 19.4.2016.)

Suomessa valvojan ollessa yhteydessä suoraan finanssialan toimijoihin, saadaan epäkohtia korjattua ilman erillisiä, julkisia korjausvaatimuksia. Näin ollen Suomessa rahastojen aktiivisuuteen puuttuminen ilmeni todennäköisesti eri muodossa kuin Norjassa. Suomen valvojakaan ei haastattelun perusteella epäröi puuttua epäkohtiin, mutta toimintatavat saattavat poiketa esimerkiksi Norjan valvojan toimista.

Minä en oikein usko, että se Suomen tapa on tuo. Luulen, että se tulee enemmän siitä, että Finanssivalvonta pyytää kiinnittää huomiota ja sitten tekee jonkun tutkimuksen. Niin se perinteisesti on toiminut, sitten se kertoo sen tutkimuksen tulokset markkinoille ja sitten reagoi siihen. (Varainhoidon lakimies 19.4.2016.)

Vaikka aktiivisten rahastojen toimintaan puuttuminen ilmeni Suomen valvojan toimesta oletettavasti eri muodossa kuin Norjassa, olisivat asiat, joihin kiinnitettäisiin huomiota, todennäköisesti vastaavanlaisia. Aktiivisuuden osalta kiinnitettäisiin todennäköisesti huomiota rahaston koostumuksen ja tuottojen poikkeavuuteen vertailuindeksiin nähden sekä kaupankäynnin aktiivisuuteen. Näin ollen ongelmalliseksi muodostuisi jälleen rajojen asettaminen tunnusluvuille, jotka mittaavat edellä mainittuja asioita.

Olettaen, että mahdollisessa suomalaiselle rahastolle esitetystä korjausvaatimuksessa huomioitavat asiat olisivat vastaavanlaisia kuin DNB:n tapauksessa, olisivat todennäköiset

seuraukset hyvin samanlaisia kuin Norjassa. Yhdeksi merkittävimmäksi seuraukseksi nousisi jo aikaisemmin mainittu vahinko yrityksen maineelle. Tällöin merkittävään asemaan nousee tilanteen käsittely julkisuudessa ja viestintä sijoittajille.

Voisi kuvitella, että jos tuon tyyppistä rahastoa on missä on ongelma, niin sitten meidän pitäisi laskea palkkioita, se kai olisi se yksinkertaisin, niin kuin Norjassakin. – – tuodaan oma kanta siihen, että mikä meidän tilanne niitten osalta oikeasti on ja kerrotaan suhteellisen avoimesti kaikki, ettei jäädä jemmaamaan, koska sitten se on aina huono asia. (Varainhoidon lakimies 19.4.2016.)

Asiakkaiden mielikuvien muuttuminen negatiiviseksi on siis merkittävä tekijä vastaavalaisissa tilanteissa. Rahallisesti julkisuuskuvan muutosta on lähes mahdotonta määrittellä. Avoimuus ja asian käsittely julkisesti voivat olla keinoja auttaa palauttamaan kuluttajien luottamus ja hillitsemään asiakkaiden lunastusintoa rahastoista. Näin ollen tiedotusten ja viestinnän merkitys korostuu, jotta asiaa voidaan käsitellä asiallisesti ja kuluttajien näkökulman huomioiden.

Esimerkitapauksena käytettävässä DNB Norge -rahaston kohdalla rahaston salkunhoitajaa vaihdettiin korjausvaatimuksen ollessa vireillä. Näin ollen yhtenä mahdollisuutena voidaan pitää salkunhoitajan vaihtoa merkinä sijoittajille, että asiaan on konkreettisesti puututtu ja asian korjaamiseksi on tehty muutoksia.

Salkunhoitajan vaihto, kyllähän tuossa niin kun minä sanoisin, ettei tuon nyt pitäisi olla ikään kuin salkunhoitajasta riippuvainen. Kyllähän meillä on ainakin aina pyritty siihen, ettei me oltaisi ihan henkilöriippuvaisia. – – kyllä siellä on se (salkunhoito)ryhmä takana, joka keskustelee siitä, että ei se ole mitään yhden miehen show'ta se salkun hoitaminen. – – tuntuu, että se (salkunhoitajan vaihto) olisi jollain tavalla väärin, että jos ei se nyt ihan ohjeiden vastaisesti ole toiminut. (Varainhoidon lakimies 19.4.2016.)

Salkunhoitajan vaihtoa ei kuitenkaan voi pitää todennäköisenä seurauksena korjausvaatimuksesta, koska harvemmin salkunhoitaja on täysin yksin vastuussa rahaston salkunhoidosta. Myös muut yksiköt, esimerkiksi riskienhallinta, valvovat sisäisesti salkunhoitajan toimintaa. Näin pyritään ehkäisemään ja tarvittaessa puuttumaan etukäteen ongelmallisiin tilanteisiin. Riskienhallinnan analyytikon haastattelusta (27.4.2016) kävi ilmi, että sisäisessä seurannassa olevien lukujen avulla saadaan jopa päivittäin seurattua erilaisia salkunhoidon aktiivisuuden mittareita ja havaittua esimerkiksi tietyn salkunhoitajan laskevat riskitasot. Näin ollen asiat voidaan havaita ja korjata sisäisesti jo ennen kuin ulkopuolisen valvojan tarvitsee puuttua tilanteeseen.

Molempien teetettyjen haastattelujen pohjalta voidaan sanoa, että mahdollisen korjausvaatimuksen seurauksena rahastojen tulisi todennäköisesti myös kiinnittää enemmän huomioita aktiivisuuden tunnuslukuihin. Keskeisinä tunnuslukuina olisivat oletettavasti active share ja tracking error. Haastattelussa nousi esille kyseisten tunnuslukujen ongelmallisuus pienillä markkinoilla, esimerkiksi Suomessa. Kyseisten tunnuslukujen ongelma Suomen markkinoilla olisi esimerkiksi toimialojen kapeus, jolloin vaihtoehtojen määrä on hyvin rajattu.

Jos miettii noita Suomenkin toimialoja, mitä rahastoissa voi olla, ei Suomessa kerta kaikkiaan ole kaikilta toimialoilta. Niin se väkisinkin supistaa sitä toimintamahdollisuutta, että ei kauhean, jos sitten pudottautuu pois jostain toimialasta kokonaan, niin ei ole kovin monta toimialaa mihin voi mennä. (Varainhoidon lakimies 19.4.2016.)

Tunnuslukuja käsitellessä tulee huomioida, että julkisuuteen ilmoitetut luvut ovat hyvin pieni osa siitä, mitä sisäisessä laskennassa huomioidaan. Riskienhallinnan analyytikon haastattelussa kävi ilmi, että sisäisessä laskennassa esimerkiksi active sharea ei yksinään juuri hyödynnetä. Active sharea käytetään yhdessä hyvin usean muun tunnusluvun kanssa kuvaamaan rahaston aktiivisuutta, mutta luvun yksiselitteisyyden takia se on sijoittajaystävällinen tunnusluku, josta on hyötyä rahastoja analysoitaessa. Yhdessä julkisesti ilmoitettavan tracking errorin kanssa käytettynä luvut antavat kuvan rahaston aktiivisuudesta yleisesti, mutta tarkemmat, monimutkaisemmat mittarit löytyvät vain sisäisestä seurannasta.

Suomessa rahastolainsäädäntö asettaa vastuuta rahastojen toiminnan valvomisesta myös rahastoyhtiöiden hallituksille. Merkittäväksi tekijäksi tämän nostaa se, että rahastoyhtiölle esitetty mahdollinen korjausvaatimus johtuisi rahaston sääntöjen rikkomisesta tai laiminlyönnistä.

Hallinnon pitäisi olla aktiivinen ja reagoida asioihin, eikä pelkästään niin, että meillä on säännelty, että miten rahasto saa toimia tarkasti vaan, että on säännelty, että hallinnon pitää huolehtia siitä, että rahasto toimii rehellisesti osuudenomistajien edun mukaisesti ja, että se todellakin toimii niin. – – hallituksen jäsenille myöskin henkilökohtaista vastuuta voi tulla, toki aika äärimmäisiä tilanteita. (Varainhoidon lakimies 19.4.2016.)

Rahastoyhtiön hallituksen vastuu rahastojen valvonnasta siirtää osan kansallisen valvojan vastuusta hallitukselle. Rahastolainsäädännön viimeisimmät muutokset ovat keskit-

tyneet pelkän kuluttajan ja markkinoiden suojelemisen sijaan jakamaan vastuuta osuudenomistajien edun ajamisesta muille tahoille, esimerkiksi rahastoyhtiöiden johdolle. Koska rahastolainsäädäntö mahdollistaa jopa henkilökohtaiset rangaistukset rahastoyhtiöiden hallinnolle, on oletettavaa, että hallinto kasvattaa rooliaan rahastojen toiminnan valvomisessa.

Tietysti jos ajattelet rahastolainsäädäntöä, ja rahaston toimintahan on hirmu tarkkaan säädelty ja kaikki sijoitusmahdollisuudet ja muut, mutta sitten tavallaan, ehkä se maailma on monimutkaisempi. (Varainhoidon lakimies 19.4.2016.)

Vaikka rahastolainsäädäntö määrittää osan rahaston toimintaan liittyvistä tekijöistä ja vaatimuksista hyvin tarkkaan, on lähes mahdotonta yksityiskohtaisesti määrittää kaikkea lainsäädännön keinoin. Esimerkkinä voidaan käyttää edellä mainittua osuudenomistajan edun mukaisesti toimimista, jota on hyvin vaikea yksityiskohtaisesti määrittää. Esimerkkinä osuudenomistajan edun vastaisesti toimimisesta voidaan pitää DNB Norge -rahaston toimintaa. Osuudenomistajien varoja ei ollut hoidettu rahaston sääntöjen mukaan, vaan asiakkailta oli peritty korkeita palkkioita tuottamatta palkkioiden indikoimaa korkeampaa tuottoa. Riskienhallinnan analyytikon haastattelussa (27.4.2016) nousikin esille, että sijoittaja maksaa aktiivisessa rahastossa juuri aktiivisten positioiden ottamisesta sijoitusmarkkinoilla, ja on näin ollen valmis maksamaan korkeammasta tuotto-odotuksesta johtuvia korkeita hallinnointipalkkioita. Näin ollen DNB:n olisi tullut huolehtia sijoittajien varoista sen mukaan, mitä sijoittajat odottivat rahastolta suostuessaan maksamaan korkeita hallinnointipalkkioita.

Kuten riskienhallinnan analyytikon haastattelussa (27.4.2016) kävi ilmi, on yleisenä ongelmana aktiivisten rahastojen seuraamisessa tunnuslukujen avulla sijoittajan ymmärrys ja näkemys niiden vaikutuksesta hallinnointipalkkioihin. Lain mukaan sijoittajalle tulee toimittaa tarpeelliset tiedot rahaston toiminnasta ja kuluista, mutta varmistuminen siitä, että sijoittaja ymmärtää esitetyt materiaalit ja luvut on ongelmallista. Yleisesti voidaan ajatella sijoittajan suostuvan maksamaan hallinnointipalkkioita sen mukaan, mitä hän koee saavansa vastineeksi. Sijoittaja ei kuitenkaan aina osaa suhteuttaa vuosittaisia hallinnointipalkkioita tuotto-odotuksiin tai riskiin nähden esimerkiksi aktiivisen ja passiivisen rahaston välillä.

Riskienhallinnan analyytikon haastattelussa (27.4.2016) nousi myös esille kaappi-indeksointi sijoittajan näkökulmasta. Tällöin aktiivinen rahasto perii korkeita palkkioita, mutta rahasto mukailee lähes kokonaan vertailuindeksiään. Varsinkin kokemattoman sijoittajan

on hyvin hankalaa tunnistaa kaappi-indeksoitua rahastoa, jos hänellä ei ole pääsyä aktiivisuuden tunnuslukuihin. Esimerkiksi active share, joka olisi kuluttajalle erittäin informatiivinen luku kaappi-indeksoinnin tunnistamiseksi, ei kuulu tunnuslukuihin, jotka rahaston on pakko ilmoittaa sijoittajille.

5 JOHTOPÄÄTÖKSET

Sijoitusrahastojen toimintaa säännellään Suomessa perinteisesti hyvin tarkasti esimerkiksi omistusten osalta, mutta uudemmat säännökset koskevat usein kuluttajan aseman parantamista rahastomarkkinoilla. Kuluttajan asemaa onkin viime vuosina parannettu esimerkiksi tekemällä avaintietoesite pakolliseksi asiakirjaksi. Lainsäädännössä säännellään myös yhä useammin asioita periaatepohjaisesti tarkan sääntelyn sijaan, esimerkiksi rahastoyhtiön hallituksen vastuusta toimia rahasto-osuudenomistajien edun mukaisesti.

Tutkimuksen tavoitteena oli analysoida, minkälaisia mahdolliset sijoitusrahastoja koskevat säännösmuutokset voisivat olla Suomessa, ja kuinka kyseiset muutokset vaikuttaisivat toimeksiantajayrityksen toimintaan. Jos toimeksiantajayrityksessä ollaan tietoisia mahdollisesta tulevasta sääntelystä, voidaan muutoksiin varautua ennalta. Opinnäytetyössä on perehdytty teorialähtöisesti rahastojen toimintaperiaatteisiin ja aktiivisten ja passiivisten sijoitusrahastojen ominaispiirteisiin ja erottaviin tekijöihin. Teoreettisten erojen todentamiseksi käytännössä vertailtiin Suomeen ja Eurooppaan sijoittavien aktiivisten ja passiivisten rahastojen kehitystä viimeisen viiden vuoden aikana. Tulokset tukivat teoriaa tarkasteluajanjaksolla, eli keskimäärin indeksirahastot tuottivat paremmin verrattuna aktiivisiin rahastoihin.

Opinnäytetyön empiirinen osa koostui jo olemassa olevan sijoitusmarkkinoiden datan analysoinnista ja kahdesta teemahaastattelusta, joiden tavoitteena oli saavuttaa mahdollisimman laaja-alainen käsitys mahdollisista muutoksista rahastojen sääntelyyn ja niiden vaikutuksista toimeksiantajayrityksen toimintaan. Haastateltavat olivat tehtäviltään varainhoidon lakimies ja rahastojen riskienhallinnan analyytikko. Varainhoidon lakimiehen haastattelulla pyrittiin selvittämään mahdollisten säädäntömuutosten ja DNB Norge -rahastolle osoitettua korjausvaatimusta vastaavan vaatimuksen esittämisen todennäköisyyttä Suomessa. Riskienhallinnan analyytikon haastattelussa käytiin läpi toimeksiantajayrityksen sisäisiä riskienhallinnan keinoja rahastojen aktiivisuuden seuraamiseksi, tunnuslukujen käyttöä yleisesti rahastojen aktiivisuuden seurantaan ja muita laskentaan sekä tunnuslukuihin liittyviä mahdollisia muutoksia esimerkiksi korjausvaatimuksen seurauksena.

Empiirisessä osassa dokumenttien tarkastelun tavoitteena oli analysoida kahta esimerkitapausta: Ruotsin komitean toimeksiantoa aktiivisten ja passiivisten sijoitusrahastojen

erojen selkeyttämisestä sijoittajille ja DNB Norge -rahastolle esitettyä korjausvaatimusta Norjan finanssialaa valvovan hallituksen toimijan, Finanstilsynetin, toimesta. Ruotsin komitean selvityksen piti valmistua 31.12.2015 mennessä, mutta selvityksen esitystä on siirretty kesäkuun 2016 loppuun. Näin ollen datan kerääminen ja analysointi eivät olleet Ruotsin komitean selvityksen osalta mahdollisia. Selvityksen myöhästymisestä voidaan päätellä asian olevan hyvin monimutkainen ja vaikeaselitteinen.

Analyysi tutkimuksen tuloksista

Tutkimuksen tulosten pohjalta voidaan olettaa, että mahdollinen aktiivisten ja passiivisten rahastojen sääntely koskisi todennäköisesti aktiivisuuden tunnuslukujen raja-arvojen määrittäystä ja sijoittajille jaettavan tiedon selkeyttämisestä. Tiedon selkeyttämisen keinoja voisivat olla useampien aktiivisuuden tunnuslukujen lisääminen rahastosta lain mukaan ilmoitettavien tunnuslukujen joukkoon, ja rahaston toiminnasta tarkemmin kertovien selvitysten julkaiseminen kuluttajille.

Keskeiseksi ongelmaksi tutkimuksessa mahdollisen sääntelyn osalta nousi selkeiden rajojen asettaminen aktiivisuuden mittaamiseen käytettäville tunnusluville. Vaikka rahaston aktiivisuuden mittaamista varten on kehitetty useita selkeitä tunnuslukuja, kuten tracking error ja active share, on näille tunnusluville vaikea asettaa absoluuttisia rajoja, jotka jakaisivat rahastot yksiselitteisesti aktiivisiin ja passiivisiin rahastoihin. Rahaston aktiivisuuden arvioinnissa tulee ottaa huomioon rahaston kokonaisvaltainen toiminta, markkinatilanne sekä markkinat, joille rahasto sijoittaa varojaan. Näin ollen mahdollisesta aktiivisuuden tunnuslukujen raja-arvojen sääntelystä on hyvin vaikea tehdä oletuksia ennen virallisia päätöksiä.

Tutkimuksen empiirisessä osassa esimerkkirahastona tarkasteltua Rahasto X -sijoitusrahastoa voidaan pitää tutkimuksen näkökulmasta hyvänä vertailukohteena DNB Norge -rahastolle, koska se on toimintatavoiltaan ja -periaatteiltaan hyvin samankaltainen. Koska Norjan Finanstilsynet esitti korjausvaatimuksensa hyvin pitkälti tunnuslukujen pohjalta, tulee tunnusluvut ottaa huomioon osana kokonaisuutta ja yrityksen ulkopuolisen toimijan näkökulmasta helposti tarkasteltavana aktiivisuuden mittarina. Verrattaessa Rahasto X:n tunnuslukuja DNB Norge -rahaston korjausvaatimukseen johtaneisiin tunnuslukuihin voidaan todeta, että Rahasto X on tunnuslukujen mukaan selkeästi aktiivisempi. Näin ollen korjausvaatimuksen esittämistä rahaston toiminnasta aktiivisuuden osalta voidaan pitää epätodennäköisenä.

Korjausvaatimuksen esittäminen toimeksiantajayrityksen rahastoille ei olisi asiantuntijoiden haastattelujen analysoinnin perusteella todennäköistä Finanssivalvonnan toimintatapojen pohjalta. Finanssivalvonnan toimintatapoihin ei yleisesti tutkimuksen mukaan kuulu korjausvaatimusten esittäminen ennen markkinatoimijoiden kanssa tapahtuvia keskusteluja, aiheeseen liittyviä tutkimuksia ja selvityksiä sekä ottamatta selvää markkinoiden yleisestä tilanteesta. Finanssivalvonnan voidaan olettaa pohjaavan korjausvaatimuksensa Euroopan valvojalta tuleviin sääntelyihin, ja niiden puuttuessa voidaan korjausvaatimuksen esittämistä pitää epätodennäköisenä. Näin ollen voidaan todeta, että Suomessa mahdollisen lainsäädännön keinoin tapahtuvan sääntelyn analysointia ei ole mahdollista suorittaa ennen muiden tahojen päätöksiä.

Tutkimuksessa analysoitiin mitä tapahtuisi, jos toimeksiantajayritykselle ja esimerkkitapauksena tarkastellulle Rahasto X:lle esitettäisiin vastaavanlainen korjausvaatimus kuin DNB Norge -rahastolle. Konkreettisia muutoksia, joita oli mahdollista tarkastella, olivat rahaston koon muutos ja hallinnointipalkkion muutos. Muutoksien tarkastelun ja analysoinnin seurauksena havaittiin, että mahdollisesta korjausvaatimuksesta seuraavat rahalliset vaikutukset olisivat merkittäviä. Korjausvaatimuksen seurauksena Rahasto X menettäisi ensimmäisenä vaatimusta seuraavana vuonna 1 970 000 euroa eli 24,00 prosenttia vuosittaisista tuloistaan. Summaa voidaan pitää hyvin merkittävänä toiminnan kannalta ja se vaikeuttaisi Rahasto X:n toimintaa huomattavasti. Korjausvaatimuksen aiheuttamien muutosten ja rahallisten menetysten seurauksena tulisi myös arvioitavaksi rahaston tarpeellisuus ja merkityksellisyys kokonaisuudessaan toimeksiantajayrityksen toiminnalle, jolloin olisi myös mahdollista, että koko rahasto lakkautettaisiin.

Yleisesti voidaan todeta, että korjausvaatimuksen esittäminen toimeksiantajayrityksen rahastolle aiheuttaisi myös kustannuksia, joita on huomattavasti vaikeampi määrittää. Merkittävimpana tekijänä näistä kustannuksista voidaan mainita yrityksen maineelle aiheutuva vahinko sijoittajien ja muiden asiakkaiden näkökulmasta. Koska pankkitoiminta perustuu vahvasti luottamukseen, voi tämän luottamuksen rikkominen merkitä huomattavia tappioita liiketoiminnalle. Negatiivinen mielikuva kuluttajissa voi johtaa siihen, että kustannukset luottamuksen menettämisestä jakautuvat pitkälle aikavälille, jolloin niiden määrittäminen vaikeutuu entisestään. Negatiiviset vaikutukset näkyisivät toimeksiantajayrityksen kokoisella toimijalla oletettavasti liiketoiminnan jokaisella osa-alueella aina vähittäispankkitoiminnasta sijoituspalveluihin asti.

Korjausvaatimuksen vaikeammin määritettävänä ja laskettavina kuluina voidaan mainita myös aktiivisuuden tunnuslukujen arvojen parantamisen kustannukset. Koska Norjassa

korjausvaatimus perustui tunnuslukujen analysointiin, voidaan olettaa, että rahaston toiminnan muutosta seurattaisiin niiden pohjalta. Suomen markkinoiden pienestä koosta johtuen aktiivisuuden lisääminen olisi hyvin haastavaa, mikä näkyisi todennäköisesti analyyssityömäärästä aiheutuvien kustannusten ja kaupankäyntikulujen lisääntymisenä.

Verrattaessa tutkimuksen tavoitetta tuotettuihin analyyseihin ja vastauksiin voidaan todeta tutkimuksen onnistuneen tavoitteessaan vain osittain. Merkittävänä negatiivisena tekijänä tutkimuksen kannalta voidaan pitää Ruotsin komitean selvityksen viivästymistä. Ilman sitä mahdollisten lainsäädännön ja sääntelyiden muutosten vaikutusten analysointi jäi kokonaan pois tutkimustuloksista, koska muita vastaavia päätöksiä ei ole saatavilla. Korjausvaatimuksen syiden ja vaikutusten analysointi onnistui sääntelyosuutta paremmin, mutta ilman pääsyä DNB Norge -rahaston sisäisiin tietoihin, esimerkiksi sisäisen laskennan ja riskienhallinnan muutoksiin, ei ole mahdollista muodostaa täysin kokonaisvaltaista kuvaa korjausvaatimuksen aiheuttamista muutoksista. Näiden tietojen pohjalta muutoksien vaikutusten analysointi toimeksiantajayrityksen osalta olisi voinut tuottaa konkreettisempia tuloksia.

Tutkimusmenetelminä käytettiin haastatteluja ja dokumenttien tarkastelua ja analysointia. Asian moniulotteisuudesta ja hypoteettisesta luonteesta johtuen olivat kvalitatiiviset tutkimusmenetelmät tutkimuksen kannalta sopivimmat. Haastattelujen avulla oli mahdollista hahmottaa tutkimuksen kokonaiskuva mahdollisimman selkeästi ja osoittaa tutkimusaiheen laajuus ja monialaisuus, joka olisi saattanut jäädä kyselytutkimuksessa helpommin huomioimatta.

Koska rahastoja koskeva lainsäädäntö pakottaa rahastoja julkaisemaan useita dokumentteja rahastojen toiminnasta, osoittautui dokumenttien tarkastelu hyväksi tutkimustavaksi tämän aiheen osalta. Julkaistavista dokumenteista esimerkiksi avaintietoesite ja rahastojen tunnusluvut osoittautuivat tutkimuksen kannalta merkittäviksi, ja niiden julkinen saatavuus helpotti huomattavasti tutkimuksen teettämistä.

Jatkossa toimeksiantajayrityksen olisi kannattavaa suorittaa lisätutkimuksia lainsäädännöllisten sääntelyjen vaikutuksesta rahastojen toimintaan. Lisätutkimukset ovat ajankohdaisia vasta, kun aiheesta julkaistaan yleisiä päätöksiä joko Euroopan valvojan tai muun valvojan toimesta. Kun sääntelystä julkaistaan esimerkitapauksia, voidaan konkreettisesti analysoida niiden vaikutuksia toimeksiantajayrityksen rahastoihin.

LÄHTEET

Aktia 2016. Käyttötili. Viitattu 20.1.2016. <http://www.aktia.fi/fi/tilit-ja-kortit/kayttotilit/kayttotili>.

Alhonsuo, S.; Nisen, A.; Nousiainen, S.; Pellikka, T. & Sundberg, S. 2012. Finanssitoiminnan käsikirja. 2., uudistettu painos. Helsinki : Finanssi- ja vakuutuskustannus Finva.

Anderson, N. 2001. Sijoittamisen käsikirja. Helsinki: Edita.

Cremers, M. & Petäjäistö A. 2009. How active is your fund manager? A new measure that predicts performance. Viitattu 28.3.2016. <http://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=587025086112005009099023031111117104113073037034031091095093080113005084075006108067020007042040000015016075012120074006064074037066031008013096127028114021080109091035012104064087019122028072069115096088016123127079001119102081101006113031009087116&EXT=pdf>.

Danske Bank 2016. Tilien korkotiedot. Viitattu 20.1.2016. <http://www.danskebank.fi/fi-fi/Henki-loasiakkaat/Paivittaiset-raha-asiat/Tilit/Pages/Tilit.aspx>.

DNB 2016. DNB Norge -rahaston tiedot. Viitattu 18.3.2016. <https://www.dnb.no/en/personal/savings-and-investments/funds/prices-no-equity-funds.html>.

EFAMA 2015. EFAMA Annual Report 2014. Viitattu 28.4.2016. http://www.efama.org/Publications/Public/Annual%20Reports/341965_annual_report_digital_single.pdf.

ESMA 2016. Who we are. Yleistietoa ESMA:sta. Viitattu 26.4.2016 <https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are>.

Finanssialan Keskusliitto 2015. Finanssialan vuositilasto 2014. Viitattu 11.2.2016. http://www.finanssiala.fi/tilastot/Finanssialan_vuositilasto_2014.pdf.

Finanssivalvonta 2011. Sijoitusrahastoihin liittyvät riskit. Viitattu 11.2.2016. <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Sijoitusrahastot/Riskit/Pages/Default.aspx>.

Finanssivalvonta 2014. Sijoitusrahastot. Viitattu 11.2.2016. <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Sijoitusrahastot/Pages/Default.aspx>.

Finanssivalvonta 2015. Vaihtoehtorahastot. Viitattu 11.2.2016. <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/vaihtoehtorahastot/Pages/Default.aspx>.

Finanstilsynet 2015. Management of equity fund – corrective order, 11.3.2015. Viitattu 25.4.2016. <http://www.finanstilsynet.no/en/Document-repository/News/2015/Q1/Management-of-equity-fund--rectification-order/>.

Lassila, A. 2015. Aktiiviset rahastot perivät suuria palkkioita, mutta vain harva salkunhoitaja onnistuu. 16.6.2015. <http://www.hs.fi/talous/a1434343472413>.

IndexHelsinki 2015. Markkinoista ja rahastoista. Viitattu 18.3.2016. <http://www.indexhelsinki.fi/markkinoista-ja-rahastoista/#more-749>.

Kallunki, J.; Martikainen, M. & Niemelä, J. 2011. Ammattimainen sijoittaminen. Helsinki: Talentum.

Knüpfer, S. & Puttonen, V. 2014. Moderni rahoitus. 7., uudistettu painos. Helsinki: Talentum Media.

Kontkanen, E. 2011. Pankkitoiminnan käsikirja. 3., uudistettu painos. Helsinki : Finanssi- ja vakuutuskustannus Finva.

Möttölä, M. 2014. Mikä rahasto ottaa eniten aktiiviriskiä? Morningstar 3.2.2014. Viitattu 28.3.2016. <http://www.morningstar.fi/fi/news/120833/mik-rahasto-ottaa-eniten-aktiiviriski.aspx>.

NASDAQ 2016. OMX Helsinki 25 –indeksi. Viitattu 2.3.2016. <https://indexes.nasdaqomx.com/Index/Overview/OMXH25>.

Nordea 2016a. Tilien korkotiedot. Viitattu 20.1.2016. <http://www.nordea.fi/henkiloasiakkaat/paivittaiset-raha-asiat/tilit-ja-maksut/#tab=Kaikki-tuotteet>.

Nordea 2016b. Nordean rahastojen tiedot. Viitattu 4.2.2016. <http://www.nordea.fi/henkiloasiakkaat/saastot/rahastot/rahastot-nyt.html>.

OP Ryhmä 2016a. Tilien korkotiedot. Viitattu 20.1.2016. <https://www.op.fi/op/henkiloasiakkaat/tilit-ja-maksut/vertaile-tiloja?id=15250&srcid=151651490&srcpl=3>.

OP Ryhmä 2016b. OP Ryhmän rahastojen tiedot. Viitattu 4.2.2016. <https://www.op.fi/op/henkiloasiakkaat/saastot-ja-sijoitukset/rahastot/kaikki-rahastot?id=36240&srcpl=8>.

Pensionsmyndigheten 2016. How you earn your retirement pension. Viitattu 27.4.2016. https://secure.pensionsmyndigheten.se/HowYouEarnYourRetirementPension_en.html.

Pesonen, M. 2013. Sijoituspokkari : säästäjästä sijoittajaksi. Jyväskylä: Docendo.

Puttonen, V. & Repo, E. 2011. Miten sijoitan rahastoihin. 5., uudistettu painos. Helsinki: Talentum Media.

Pörssisäätiö 2015a. Sijoitusrahasto-opas 2015. Viitattu 20.1.2016. <http://www.porssisaatio.fi/blog/books/sijoitusrahasto-opas-2015/>.

Pörssisäätiö 2015b. Sijoittajan vero-opas 2015. Viitattu 23.2.2016. http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2012/01/vero_opas_2015_final3_web1.pdf.

Regeringskansliet 2014. Tilläggsdirektiv till Utredningen om en översyn av fondregelverket. Viitattu 25.3.2016. <http://www.regeringen.se/rattsdokument/kommittedirektiv/2014/12/dir.-2014158/>.

Sijoitusrahastolaki 29.1.1999/48.

Statens Offentliga Utredningar 2016. Pågående utredning. Viitattu 26.4.2016. <http://www.sou.gov.se/?s=2014%3A15&limiter=allt>.

Suomen sijoitustutkimus 2016. Rahastoraportti – Tammikuu 2016. Viitattu 2.3.2016. http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2016/02/Rahastoraportti_201601.pdf.

Verohallinto 2016. Sijoitusrahasto-osuuksien verotus. Viitattu 11.2.2016. [https://www.vero.fi/fi-FI/Henkiloasiakkaat/Sijoitukset/Sijoitusrahastoosuudet\(9739\)](https://www.vero.fi/fi-FI/Henkiloasiakkaat/Sijoitukset/Sijoitusrahastoosuudet(9739)).

Liite 1. Varainhoidon lakimiehen haastattelun kysymykset.

Mitä jos vastaavanlainen korjausvaatimus esitettäisiin toimeksiantajayritykselle ja sen rahastolle, kuin esitettiin DNB Norge -rahastolle?

Olisiko mahdollista, että korjausvaatimuksesta voisi seurata vahingonkorvausvaatimuksia?

Onko Ruotsin komitean toimeksiannon mahdollisesta sisällöstä tai toimenpiteistä oletuksia tai tietoa?

Olisiko rahaston salkunhoitajan vaihto todennäköistä korjausvaatimuksen seurauksena?

Kuinka samankaltaiset ovat Suomen ja Norjan rahastomarkkinat?

Kuinka kansalliset valvontaviranomaiset vaikuttavat maiden toimintaan?

Mahdolliset laki- ja säädösmuutokset esimerkiksi EU:n toimesta?

Rahaston arvon laskun ja omistajien lukumäärän muutoksen vaikutukset?

Poikkeaako rahastonhoito lain tms. johdosta eri maiden välillä?

Liite 2. Rahastojen riskienhallinnan analyytikon haastattelun kysymykset.

Mitä erilaisia sisäisiä keinoja rahastojen seuraamiseksi käytetään?

Mitkä ovat keskeisiä teemoja, joita seurataan sisäisesti?

Mitä tunnuslukuja käytetään sisäisesti ja kuinka ne otetaan toiminnassa huomioon?

Tunnuslukujen käyttö yleisesti rahastojen toiminnan mittarina ja asiakkaan/sijoittajan näkökulmasta?

Active share tunnuslukuna?